

Doppo
BIBLIOTECA DI SCIENZE SOCIALI · SECONDA SERIE · N. 6

ANTONIO GRAZIADEI

**IL RISPARMIO,
LO SCONTO BANCARIO
E IL
DEBITO PUBBLICO**



MILANO
FRATELLI BOCCA · EDITORI

1911-XIX

BIBLIOTECA DI SCIENZE SOCIALI

Volumi pubblicati:

- 1 e 3. ALESSIO G. - Saggio sul sistema tributario in Italia. — Vol. I. Le imposte dirette, 1883. — Vol. II. Le imposte indirette e le tasse, 1887. 2. vol. L. 60,—
2. LORIA A. - La teoria economica della Costituzione politica . . . » 15,—
4. DEL VECCHIO G. - La famiglia rispetto alla Società civile ed al problema sociale. 1887 (esaurito)
5. DELLA BONA G. - Delle crisi economiche. Studio. 1888 (esaurito)
6. MASE DARI E. - Saggio sulla influenza della coltivazione intensiva nella rendita fondiaria. 1888 L. 12,—
7. COCNETTI DE MARTIIS S. - Socialismo antico. 1889 » 50,—
- 8 9. LORIA A. - Analisi della proprietà capitalistica. 1889. 2 vol. (esaurito)
10. ALESSIO G. - Studi sulla teoria del valore nel cambio interno. 1890 (esaurito)
11. LORIA A. - Studi sul valore della moneta. 1891 (esaurito)
12. SUPINO C. - Teoria della trasformazione dei capitali. 1891 L. 10,—
13. GRAZIANI A. - Studi sulla teoria economica delle macchine. 1891 . . . » 10,—
14. » Alcune questioni relative alla dottrina del salario. 1893 » 8,—
15. ALBERTINI L. - La questione delle otto ore di lavoro. 1894 (esaurito)
16. PIERACCINI L. - La difesa della Società delle malattie trasmissibili. 1895 (esaurito)
17. MAIORANA G. - La teoria sociol. della Costitut. politica. 1895 (esaurito)
18. SUPINO C. - Storia della circolazione bancaria in Italia dal 1860 al 1894. 1895 L. 10,—
19. GARELLI A. - L'imposta successoria. 1896 » 10,—
20. CARUSO-RASA G. - La questione siciliana degli zolfi. 1897 » 10,—
21. FLORA F. - La Finanza e la questione sociale. 1897 » 8,—
22. MASE-DARI E. - L'imposta progressiva. 1897 » 45,—
23. VECILIO-BALLERINI. - La rappresentanza politica degli ordini sociali. 1897 (esaurito)
24. VIRGILI F. - Lo sciopero nella vita moderna. 1897 (esaurito)
25. BARBERIS L. - Lo sviluppo della rete ferroviaria degli Stati Uniti e le sue variazioni. 1898 L. 15,—
26. GRAZIANI A. - Studi sulle dottrine dell'interesse. 1898 (esaurito)
27. RABBENO U. - La questione fondiaria dei paesi nuovi. — Volume I. - La questione fondiaria nelle grandi colonie della Australasia. 1908 L. 20,—
28. LORIA A. - La costituzione economica odierna. 1899 » 60,—
29. GRAZIADEI A. - La produzione capitalista. 1899 (esaurito)
30. EINAUDI L. - Un principe mercante. Studio sulla espansione coloniale italiana. 1900 L. 20,—
31. FLORA F. - Le finanze degli Stati composti. 1900 » 8,—
32. MATTEOTTI M. - L'assicurazione contro la disoccupazione. 1901 . . » 15,—
33. FENICIA S. - La Cooperazione in Piemonte. 1901 » 15,—
34. OTTOLENGHI C. - Delle perturbazioni economiche. 1901 » 8,—
35. GABBA B. - Trenta anni di legislazione sociale. 1901 » 10,—
36. MORELLI. - La municipalizzazione dei servizi pubblici. 1901 (esaurito)
37. RIGNANO E. - Di un socialismo in accordo con la dottrina economica liberale. 1901 L. 30,—

LABORATORIO DI
ECONOMIA POLITICA
SOGGETTI DEMARITIS

Lascito

JANNACCONE

Dop. 174.

**IL RISPARMIO, LO SCONTO BANCARIO
E IL DEBITO PUBBLICO**

PRINCIPALI STUDI DI ECONOMIA E DI FINANZA
DELLO STESSO AUTORE.

- La teoria del valore di Marx e di Loria (sopralavoro e sovraprodotto).* - Milano « Critica Sociale », 1894.
- La produzione capitalistica.* - Torino, Bocca, 1899.
- Produzione e valore.* - Torino, Roux e Frassati, 1899 (« Riforma Sociale »).
- Intorno alla teoria edonistica del valore.* - Torino, Roux e Viarengo, 1900 (« Riforma Sociale »).
- Le dottrine economiche di Marx (polemica con Jaurès).* - Milano, « Critica Sociale » - Parigi, « Devenir Social », 1900.
- Intorno alla legge del godimento decrescente ed al principio del grado finale di utilità.* - Valparaiso, Tip. dell'Universo, 1901.
- La rinnovazione dei trattati di commercio e gli interessi della Provincia di Bari (in collaborazione col prof. Bertolini).* - Bari, Laterza, 1901.
- Il movimento operaio.* - Milano, Biblioteca « Critica Sociale », 1904.
- I criteri della imponibilità in ricchezza mobile dei sussidi governativi alle ferrovie private.* - Roma, Tip. F.lli Pallotta, 1908.
- Socialismo e Sindacalismo.* - Roma, Mongini, 1909.
- Note intorno ai sindacati industriali.* - Cagliari, Tip. Dessi, 1909.
- Saggio di un'indagine sui prezzi in regime di concorrenza e di sindacato fra gli imprenditori.* - Imola, Coop. Tip. Editrice P. Galeati, 1909.
- L'imposta di famiglia e le sue riforme.* - Roma, Tip. Sociale Palizzi e Valentini, 1910.
- Corso di contabilità di Stato alla Università Commerciale Bocconi (Anno Accademico 1911-12).* - Pavia, St. Tip. Succ. Bruni, 1912.
- La questione agraria in Romagna.* - Milano, Biblioteca « Critica Sociale », 1913.
- L'eccedenza legale della sovrimposta comunale e le spese obbligatorie e facoltative.* - Roma, Tip. Sociale Palizzi e Valentini, 1916.
- Quantità e prezzi di equilibrio fra domanda e offerta, in condizioni di concorrenza, di monopolio e di sindacato fra imprenditori.* - Roma, Atheneum, 1918.
- Le finanze dei Comuni di Cremona e Due Miglia, e le condizioni e gli effetti di una loro eventuale unione.* - Cremona, Tip. Interessi Cremonesi, 1919.
- Prezzo e sovrapprezzo nell'economia capitalistica.* - Torino, Bocca, 2^a edizione, 1924; Berlino, Prager, 1923; Parigi, Rieder, 1925.
- La concezione del sopralavoro e la teoria del valore.* - Roma, Maglione e Strini, 1925; Berlino, Prager, 1925.
- Il prezzo ed il sovrapprezzo in rapporto ai consumatori ed ai lavoratori.* - Roma, Maglione e Strini, 1925; Berlino, Prager, 1925.
- La teoria del valore, ed il problema del capitale costante (tecnico).* - Roma, Maglione e Strini, 1926, Berlino; Prager, 1926.
- Capitale e Colonie.* - Milano, Monanni, 1927; Berlino, Prager, 1928.
- Capitale e Salari.* - Milano, Monanni, 1928; Berlino, Prager, 1929.
- Sindacati e Salari.* - Milano, Trevisini, 1929; Berlino, Prager, 1930.
- La rendita e la proprietà della terra.* - Parigi, Rivière, 1931.
- Le teorie del valore e l'Economia Politica.* - Lezione all'Università di Ginevra. - Milano, « Giornale degli Economisti », 1931.
- Le variazioni della rendita, e la proprietà della terra.* - Parigi, Rieder, 1933.
- La rendita della terra.* - Parigi, Rieder, 1934.
- Il capitale e l'interesse.* - Parigi, Rieder, 1935.
- La teoria del valore.* - Parigi, Rieder, 1935.
- Il capitale ed il valore.* - Losanna, Rouge et Cie; Parigi, Pichon e Durand-Auzias, 1937.
- Il risparmio e l'interesse nella grande industria bancaria.* - Milano, Fratelli Bocca, 1939.
- La crisi del capitalismo e le variazioni del profitto.* - Milano, Fratelli Bocca, 1940.

LASC. J. DOP. 174

*al Prof. Pasquale Tammacore
con autorità e costante amicizia*

BIBLIOTECA DI SCIENZE SOCIALI - SECONDA SERIE - N. 6

ANTONIO GRAZIADEI

CUB0324046

**IL RISPARMIO,
LO SCONTO BANCARIO
E IL
DEBITO PUBBLICO**



MILANO

FRATELLI BOCCA - EDITORI

1941-XIX

N.ro INVENTARIO PRE 16364

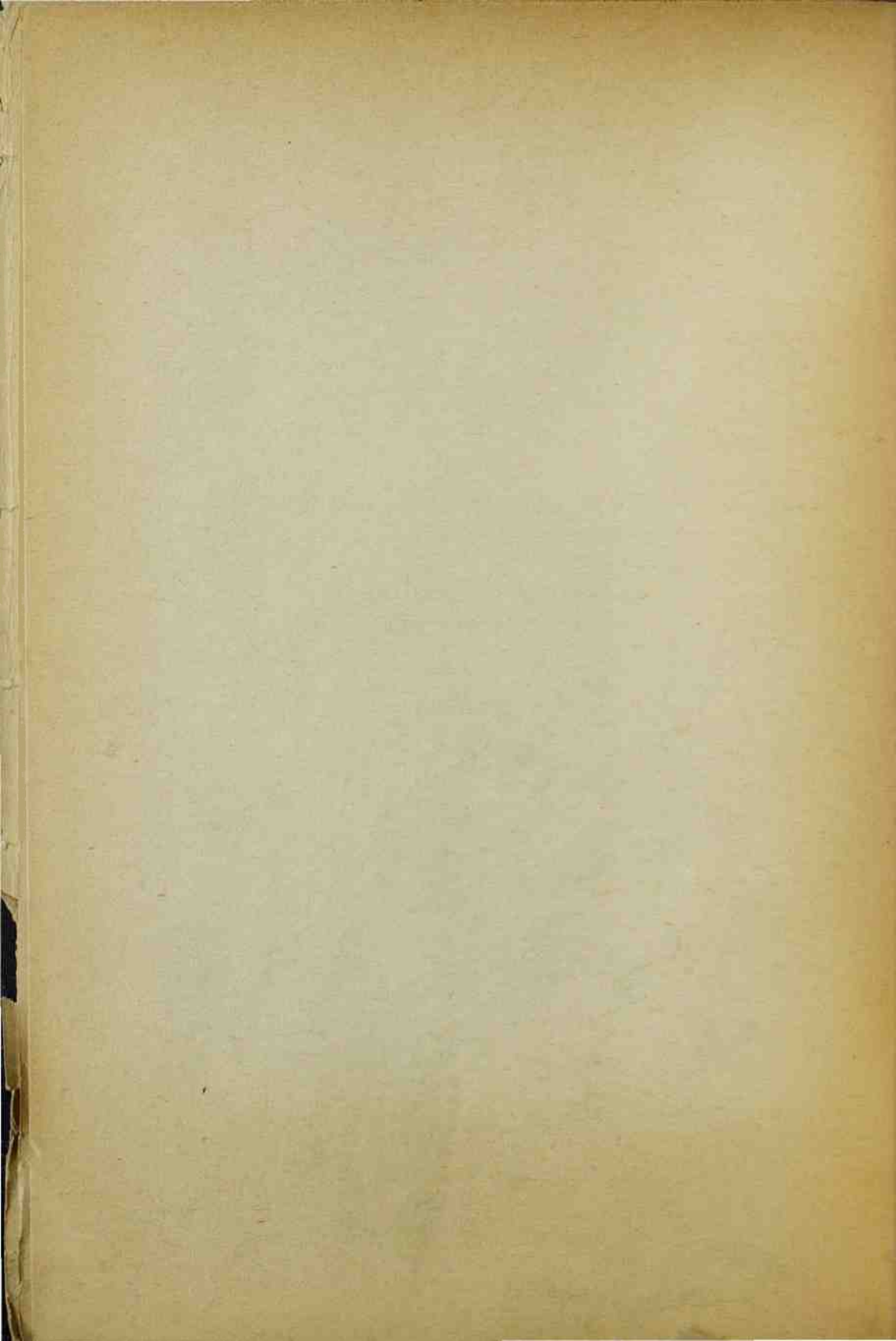
TUTTI I DIRITTI RISERVATI A TERMINI DI LEGGE

Finito di stampare il 10 maggio 1941-XIX

Printed in Italy

ALLA GENEROSA COMPAGNA DI UN TRENTENNIO

*ALLA GENIALE CONFORTATRICE
NELLE ULTIME SOLITUDINI*



P R E F A Z I O N E

Nella prefazione al nostro studio: « Il risparmio e l'interesse nella grande industria bancaria » (Milano, Bocca, 1939), avevamo espresso il proposito di esaminare in seguito i fenomeni e le questioni che non avevano trovato posto nè nel citato volume, nè in quello che l'aveva preceduto (« Il capitale e l'interesse », Parigi, Rieder, 1935). Poichè la nostra intenzione ha potuto realizzarsi — non importa se fra molte difficoltà — siamo ora in grado di sottoporre all'esame del lettore il presente libro.

Con esso restano per noi chiusi, non solo i nostri studi sull'interesse, ma anche l'intero ciclo che avevamo iniziato sino dal 1923, e che comprende principalmente, oltre ai problemi sull'interesse medesimo, quelli relativi al valore, al prezzo, ai rapporti fra salario e profitto, al regime di concorrenza e di sindacato, alla rendita della terra, alle variazioni del profitto, alle crisi economiche, etc. Riportiamo in nota l'elenco delle monografie che costituiscono l'insieme del sistema (1).

Avevamo anche progettato di sintetizzare le ricordate mo-

(1) « Prezzo e sopraprezzo nell'economia capitalistica » (Torino, Bocca, 2^a edizione, 1924; Berlino, Prager, 1923; Parigi, Rieder, 1925); « La concezione del sopralavoro e la teoria del valore » (Roma, Maglione e Strini, 1925; Berlino, Prager, 1925); « Il prezzo ed il sopraprezzo in rapporto ai consumatori ed ai lavoratori » (Roma, Maglione e Strini, 1925; Berlino, Prager, 1925); « La teoria del valore ed il problema del capitale costante (tecnico) » (Roma, Maglione e Strini, 1926; Berlino, Prager, 1926); « Capitale e colonie » (Milano, Monanni, 1927; Berlino, Prager, 1928); « Capitali e salari » (Milano, Monanni, 1928; Berlino, Prager, 1929); « Sindacati e salari » (Milano, Trevisini, 1929; Berlino, Prager, 1930); « La rendita e la proprietà della terra », (Parigi, Rivière, 1931); « Le variazioni della rendita e la proprietà della terra » (Parigi, Rieder, 1933); « La rendita della terra » (Parigi, Rieder, 1934); « Il capitale e l'interesse » (Parigi, Rieder, 1935); « Il risparmio e l'interesse nella grande industria bancaria » (Milano, Bocca, 1939); « Le crisi del capitalismo e le variazioni del profitto » (Milano, Bocca, 1940).

nografie in pochi volumi di più facile consultazione. Seguenda questa seconda e complementare direttiva, abbiamo già pubblicato un primo libro: « Il capitale ed il valore » (Rouge e C. ie, Losanna; Pichon e Durand-Auzias, Parigi, 1937). Ma il peso degli anni e le condizioni dell'industria editoriale ci fanno ritenere assai poco probabile l'ultimazione di tale impresa. Ci conforta almeno il pensiero che il detto volume, riassumendo e completando le prime tre delle citate monografie, tratta con un ordine di esposizione più convincente quelli che sono i problemi logicamente pregiudiziali, e tecnicamente più difficili.

Abbiamo invece la speranza di poter presto pubblicare un lavoro di minor mole, e cioè un esame ed una critica riassuntiva delle teorie sull'utilità e sulla produttività marginali. Di tali teorie ci siamo già occupati parzialmente in taluni studi giovanili, e, sia pure in forma occasionale, nel corso del ricordato sistema. Ma ci sembra opportuno riassumere e completare quelle trattazioni saltuarie in un complesso più organico. Speriamo così di poter mettere meglio in luce gli errori di tali dottrine ed i fini sociali cui si ispirano. Solo la preoccupazione dei secondi può infatti spiegare la persistenza nei primi.

Nervi, marzo 1941.

ANTONIO GRAZIADEI.

CAPITOLO I.

I RAPPORTI FRA L'ALTEZZA DEL SAGGIO DELL'INTERESSE E LA QUANTITÀ DEL RISPARMIO.

I. — *Il risparmio e la previdenza.*

Nei nostri precedenti studi sull'interesse del capitale abbiamo combattuta la concezione aprioristica della maggior parte degli economisti ortodossi, secondo la quale il risparmio costituirebbe un'operazione penosa, e quindi un'operazione che dovrebbe venir incoraggiata da un premio particolare, costituito appunto dall'interesse.

Senza dubbio il risparmio richiede lo sviluppo di un certo senso di previdenza; ma, quando si prescinda dalle possibili anormalità di singoli individui, un tale sviluppo non è altro, in gran parte, che il prodotto di un determinato stadio della convivenza sociale. In una organizzazione basata sull'individualismo economico, e sulle continue incertezze che ne conseguono per l'avvenire di ciascuno, ad ogni dato grado di progresso della civiltà entro le dette condizioni, corrisponde per ogni data classe di percettori di redditi, un grado determinato di previdenza. Nel senso indicato la previdenza è talmente un fenomeno normale e necessario, che esiste tutta una rete di Istituti — dalle Casse di risparmio agli organismi assicurativi ed alle stesse Banche — i quali hanno precisamente lo scopo di raccogliere i risparmi individuali, assecondando i bisogni e le preferenze delle varie classi di risparmiatori.

Ora, per tutte le persone normalmente previdenti, cioè per

la maggioranza di coloro che nella presente società appartengono alle classi abbienti, il risparmio non è un'operazione penosa, appunto perchè corrisponde per definizione ai bisogni psicologici della previdenza. Per il previdente la pena sarebbe rappresentata dalla condizione opposta a quella del risparmiare: dalla condizione di non poter più fare una tale operazione economica. Viceversa, per l'imprevidente, la pena sarebbe proprio costituita dall'obbligo di dover risparmiare. Ma appunto perchè tale, l'imprevidente — se è lasciato libero nelle proprie azioni — si guarda bene dall'accumulare. Anzi, nei casi più gravi, egli, se ha un patrimonio, lo dissipa,

Perde così ogni significato concreto l'apologia del risparmio concepito come l'atto meritorio di singoli individui, considerati all'infuori della società in cui vivono, delle classi o dei ceti sociali dei quali fanno parte, e dei redditi di cui dispongono.

II. — *La quantità del risparmio e l'inesistente stimolo su di essa da parte delle varie altezze del saggio dell'interesse.*

Il risparmio, presupponendo nella media dei casi un reddito superiore a quello che è necessario per conservare il tenore di vita propria del ceto o della classe cui i risparmiatori appartengono, ed essendo pertanto relativo a redditi di determinate grandezze, costituisce nelle condizioni normali, un'operazione che è caratteristica delle sole classi ricche e medie, o quasi medie. Inoltre, appunto perchè correlativo ad una entrata di una certa ampiezza, il risparmio presenta anche, in un certo senso, un carattere automatico; è insomma un fatto che nella grandissima maggioranza dei casi, si determina come una conseguenza necessaria di quel dato reddito.

Infine, se sono inconsistenti le premesse che abbiamo criticato, non può non risultare inconsistente anche quella che ne era e ne è una conseguenza inevitabile: e cioè la credenza che, dovendo l'interesse incoraggiare il risparmio, la grandezza di quest'ultimo risulti tanto maggiore, quanto più alto sia il primo. Una volta che il risparmio individuale non rappresenta

un'operazione necessariamente onerosa, esso — nelle attuali condizioni della società — può sorgere e presentare dimensioni all'incirca inalterate, anche se — per una ipotesi resa assurda per altri motivi — l'interesse fosse inesistente. Nessun rapporto diretto intercede dunque fra l'altezza del saggio dell'interesse e la quantità del risparmio, nel senso che la seconda sia tanto maggiore, quanto più elevato è il primo, ed inversamente.

III. — *Il risparmio come funzione della ricchezza.*

L'infondatezza di una simile conclusione risulta non solo dal motivo logico ch'essa è la conseguenza di premesse fallaci, ma anche dall'esame diretto ed obbiettivo dei fatti.

Quando si considerino in uno stesso momento varie nazioni nelle quali predominino saggi diversi dell'interesse, la quantità del risparmio appare maggiore non in quei paesi in cui l'interesse è più alto, ma in quelli in cui è più basso. Così, se si confrontino l'Inghilterra, la Germania ed il Giappone in uno qualunque degli ultimi 40 o 50 anni anteriori alla guerra del 1914, la massa del risparmio — fatto il rapporto col diverso numero della popolazione — risulta più grande in Inghilterra, dove il saggio dell'interesse era in media notevolmente inferiore, che non negli altri due paesi in cui esso era superiore.

Analogamente, se si esaminino uno stesso paese in momenti diversi della sua evoluzione, e se si ammetta che alla lunga il saggio dell'interesse vi sia minore quando lo sviluppo capitalistico risulti più completo, è facile constatare che, pur tenendo conto della differenza della popolazione, il risparmio vi è maggiore nei periodi in cui l'interesse si conserva — per una lunga durata di tempo — più basso. Così in Inghilterra il risparmio è stato molto maggiore nella seconda metà del secolo scorso — in cui il saggio dell'interesse ha mostrato una sensibile tendenza al ribasso, ed in certi anni è disceso per prestiti commerciali persino al disotto dell'1% — che non nella prima metà in cui l'interesse medio era stato molto più alto.

Notevoli esempi in proposito ci vengono offerti da uno stu-

dio della « Associazione nazionale delle Casse mutue di risparmio » degli Stati Uniti, sunteggiato nel Numero 31 marzo 1940 dall'ottimo « Notiziario economico » della Cassa di risparmio delle Provincie Lombarde. Al 1° luglio 1929 le Casse mutue avevano pagati nell'anno interessi per una cifra assoluta di dollari 401.346.616 contro una massa di risparmi di dollari 8.879.283.542, mentre al 1° luglio 1939 si erano pagati interessi per una cifra assoluta di soli dollari 242.109.502 contro una massa di risparmi di dollari 10.390.965.769. Dunque l'interesse medio era disceso dal 4,52% al 2,33%, e tuttavia la quantità complessiva dei depositi era salita da 100 a 117.

La stessa pubblicazione riporta che le Casse mutue di risparmio di New Jersey — come pure le altre Banche dello stesso Stato — non pagavano che l'1% sui depositi a risparmio. Ciò malgrado i depositi erano rimasti stazionari.

Le osservazioni esposte legittimano la conclusione che le grandezze del risparmio debbano trovarsi correlate a condizioni e quantità diverse da quelle che non siano le varie altezze dell'interesse.

Una fra le più notevoli di tali correlazioni è senza dubbio quella che passa — a parità delle altre circostanze, e quindi anche dello spirito di previdenza — fra le dimensioni del risparmio, e le dimensioni della ricchezza, riferite entrambe ad una determinata collettività. Abbiamo infatti dimostrato nei nostri precedenti studi — e particolarmente nel Capitolo IX del nostro: « Risparmio ed interesse nella grande industria bancaria » — che la quantità del risparmio individuale può considerarsi come una funzione della ricchezza.

Esaminiamo anzitutto la ricchezza collettiva nelle dimensioni che essa presenta in un certo paese ed in un dato momento, e nel modo con cui essa si ripartisce fra le varie classi e le varie famiglie.

Maggiore è l'entrata delle singole famiglie e maggiore è il loro risparmio. Le statistiche nord-americane provano luminosamente che se si dispone un dato numero di famiglie secondo l'ordine crescente dei loro redditi, le famiglie le quali hanno una entrata troppo bassa presentano un risparmio negativo,

perchè vivono in parte sui debiti, ma le famiglie che raggiungono e superano un dato reddito, danno luogo ad un risparmio che cresce coll'elevarsi del reddito medesimo. Arriva poi un momento, oltre il quale quando le entrate tocchino, e, meglio ancora, sorpassino una larghezza sufficiente, il risparmio aumenta con un ritmo che è più accelerato del loro sviluppo. In altri termini il risparmio comincia al di sopra di un certo introito minimo, aumenta coll'aumentare delle entrate, ed, oltre un certo punto, si eleva in una misura la quale risulta più che proporzionale all'incremento delle entrate stesse.

Ecco senz'altri commenti una tavola che riproduciamo dal bellissimo volume « Capacità di consumo dell'America » (Washington, 1934, pag. 257):

REDDITI E RISPARMI FAMIGLIARI NEGLI STATI UNITI NEL 1930

<i>Classi di reddito</i> (in dollari)		<i>Risparmio</i> <i>famiglie rurali</i> (in dollari)	<i>Risparmio</i> <i>famiglie cittadine</i> (in dollari)
da	a	da — 80 a — 20	— 60
» 1.000	» 1.500	100	10
» 1.500	» 2.000	370	100
» 2.000	» 2.500	660	180
» 2.500	» 3.000	980	280
» 3.000	» 3.500	1.300	400
» 3.500	» 4.000	1.660	510
» 4.000	» 4.500	2.050	620
» 4.500	» 5.000	2.450	780
» 5.000	» 6.000	3.050	990
» 6.000	» 7.000	3.950	1.320
» 7.000	» 8.000	4.840	1.720
» 8.000	» 9.000	5.750	2.240
» 9.000	» 10.000	6.650	2.720
» 10.000	» 15.000	—	4.270
» 15.000	» 20.000	—	6.600

Questa tavola, mentre conferma le nostre precedenti asserzioni, mette anche in notevole rilievo la differenza fra i risparmi delle famiglie rurali e quelli delle famiglie cittadine. Date le minori esigenze del loro ambiente ed il loro maggior spirito di economia, le prime, a parità di reddito, risparmiano più delle seconde. Ma per compenso queste ultime, disponendo, nelle categorie più elevate, di redditi superiori, possono su di essi realizzare risparmi che restano preclusi alle prime.

Dati analoghi si ottengono, sempre per gli Stati Uniti, allor-

chè, relativamente allo stesso 1930, si confronti il numero reale delle famiglie colle dimensioni reali del loro risparmio.

Il numero delle famiglie censite essendo di 27,474.000 ed il loro risparmio totale di 15.139 milioni di dollari, l'autore del libro già citato ha valutate le quote parti di questo risparmio secondo vari gruppi di entrate. Ed ecco le conclusioni cui è giunto:

<i>Gruppi di entrate annue (in dollari).</i>			<i>Risparmi totali per gruppi.</i>	
			<i>In cifre assolute (milioni di dollari).</i>	<i>In cifre percentuali rispetto al totale.</i>
	<i>Sotto a</i>	<i>0</i>	120.000	— 1.588
Da	<i>0 »</i>	<i>1.000</i>	5.779.000	— 550
»	<i>1.000 »</i>	<i>2.000</i>	10.455.000	801
»	<i>2.000 »</i>	<i>3.000</i>	5.192.000	1.490
»	<i>3.000 »</i>	<i>4.000</i>	2.440.000	1.319
»	<i>4.000 »</i>	<i>5.000</i>	1.232.000	998
»	<i>5.000 »</i>	<i>10.000</i>	1.625.000	2.549
»	<i>10.000 »</i>	<i>20.000</i>	412.000	2.003
»	<i>20.000 »</i>	<i>50.000</i>	156.000	1.836
»	<i>50.000 »</i>	<i>100.000</i>	39.000	1.165
»	<i>100.000 ed oltre</i>		24.000	5.116
Tutti i gruppi			27.474.000	15.139
				100

Dunque le famiglie che hanno redditi inferiori a 1.000 dollari non presentano una cifra positiva di risparmi, ma una cifra negativa: cioè hanno soltanto debiti, e per un grosso ammontare. Il risparmio comincia soltanto al di sopra del minimo di 1.000 dollari, ed oltre questo minimo aumenta secondo tali proporzioni, per cui la grandezza del reddito ha un peso molto più grande che il numero delle famiglie che ne godono. In altri termini, il numero maggiore delle famiglie offre un risparmio collettivo piccolo, perchè piccole sono le loro entrate, mentre il numero esiguo delle famiglie ricche offre un risparmio collettivo enormemente superiore, in ragione della ben diversa ampiezza dei loro redditi.

Così le 15.647.000 famiglie — assai più della metà del totale — le quali dispongono di entrate fra 1.000 e 3.000 dollari non coprono se non il 15% del risparmio di tutti i gruppi, mentre le sole 63.000 famiglie le cui entrate superano i 50.000 dollari annui contribuiscono al totale del risparmio coll'enorme proporzione del 42%.

Fenomeni analoghi sono confermati da un'altra pubblicazione americana più recente, e cioè dal rapporto presentato al Presidente Roosevelt da parte del Consiglio Nazionale di studi sui redditi (citato dalla Rivista « L'Epargne du monde » dell'aprile 1940).

Nel 1935 il reddito totale degli Stati Uniti era valutato a 59.000 milioni di dollari. Di questi circa il 10%, e cioè circa 5.900 milioni di dollari fu risparmiato. Dividendo le famiglie nord-americane in tre grandi gruppi corrispondenti rispettivamente ad entrate annue di dollari 780, di dollari 780-1.450, e di più che 1.450 dollari, si rileva che l'accennato risparmio totale proviene esclusivamente dalle famiglie il cui reddito annuo eguaglia o supera i 1.450 dollari, e cioè dal terzo gruppo.

Lo stesso terzo gruppo, composto di 13.000.000 di unità consumatrici, ha assorbito da solo, per i propri consumi, il 58% delle spese totali dell'intero paese, e ciò malgrado ha potuto ancora consacrare 10.000 milioni di dollari per il risparmio, per regali, e per le imposte.

IV. — *L'aumento della ricchezza e l'aumento del risparmio.*

Naturalmente, la correlazione osservata si riferisce non solo al diverso grado di ricchezza delle famiglie considerate in un certo momento, e cioè al modo secondo cui la ricchezza collettiva di un certo paese si ripartisce in un dato istante, ma anche alla differente ricchezza media di tutte le famiglie dello stesso paese, quale risulta dalle variazioni della ricchezza nazionale complessiva in momenti diversi.

Così se per il naturale incremento della ricchezza collettiva la maggior parte delle famiglie risulti più ricca di prima, e lo risulti in una misura che per comodità venga supposta proporzionale a quella anteriore, le famiglie che sorpasseranno un certo limite distribuiranno in generale il proprio reddito in modo da aumentare i propri consumi, ma anche i propri risparmi. In tal modo il risparmio collettivo crescerà solo perchè ed in quanto è cresciuta la ricchezza totale della collettività e quindi

anche la ricchezza media delle famiglie.

Anche qui le statistiche americane ci consentono di confortare queste verità — abbastanza ovvie per sè stesse — coi dati avvincenti dell'esperienza. Infatti dagli studi più volte citati della « Brookings Institution » risulta ad esempio che nel trentennio 1900-1930 il volume del risparmio negli Stati Uniti è molto aumentato, perchè si è elevata l'entrata media delle famiglie. Confrontando più specialmente il biennio 1918-19 coll'anno 1929 — periodi in cui i prezzi risultano circa allo stesso livello — la massa totale del risparmio è cresciuta negli Stati Uniti di circa 6 bilioni di dollari, in quanto è divenuta maggiore la ricchezza media per famiglia.

V. — *Le correlazioni fra la quantità del risparmio e la concentrazione della ricchezza.*

Un'altra correlazione collegata colla precedente è quella che intercede, a parità delle altre circostanze, fra la quantità del risparmio ed il grado della concentrazione delle ricchezze.

Si intuisce che, aumentando il numero delle famiglie che hanno un reddito superiore ad un dato livello sufficientemente elevato, la quantità del risparmio presso queste ultime cresce in misura notevole per il solo fatto di questo concentramento. A mezzo delle famiglie in tali condizioni, la quota di ricchezza che, superando l'usuale tenore di vita, può venire risparmiata, presenta cifre assolute a raggiungere le quali occorrerebbe altrimenti un numero grandissimo di famiglie a redditi inferiori. Solo un forte incremento nel numero di queste ultime famiglie e dei loro redditi potrebbe dar luogo ad una quantità di risparmio eguale o superiore a quello che è ottenibile pel tramite di un numero ben più scarso di famiglie, i cui redditi siano però tali da superare di gran lunga i bisogni del corrispondente tenore di vita.

Le fonti nord-americane che abbiano più volte citato, confermano queste conclusioni. Una fra le cause del grande incremento del risparmio negli Stati Uniti fra il 1900 ed il 1930 di-

pende appunto dal fatto che nello stesso periodo è aumentata la percentuale delle famiglie con entrate eguali o superiori ai 5.000 dollari annui, ed inoltre dal fatto che, dividendo in sottogruppi le famiglie con redditi eguali o superiori alla detta base, è cresciuto in proporzione maggiore il numero di quelle coi redditi più alti, che non di quelle coi redditi più vicini al predetto minimo di 5.000 dollari.

VI. — *Le correlazioni fra il risparmio delle imprese e l'andamento degli affari.*

Abbiamo considerato finora il risparmio delle persone fisiche, raccolte in quella che è la loro organizzazione più diffusa e consueta, e cioè l'organizzazione familiare. Ma esiste anche il risparmio delle persone giuridiche, e cioè più precisamente delle imprese economiche.

Ogni impresa che voglia assicurarsi contro gli anni cattivi e procurarsi i mezzi finanziari più opportuni per gli sviluppi futuri, negli anni favorevoli deve accantonare una parte dei propri utili. Qui il risparmio acquista un carattere di automatismo e di necessità tecnica che è ancor più spiccato che non nel caso delle persone fisiche. È il Consiglio di Amministrazione quello che, indipendentemente dalla volontà dei singoli azionisti, decide quale parte del dividendo debba venir demandato alle riserve.

Inoltre il risparmio delle imprese è ancor più strettamente collegato alle variazioni della ricchezza, e più particolarmente all'andamento degli affari. Così le statistiche nord-americane alle quali abbiamo altre volte accennato, provano che il risparmio stesso varia col ciclo economico: esso aumenta negli anni della prosperità, e si riduce, o diventa addirittura negativo — si trasforma cioè in una diminuzione di capitale, anzichè in un aumento — negli anni della depressione.

Dal volume più volte citato (« America 's Capacity to Consume », Capitolo IX), togliamo la seguente tavola:

<i>Anni</i>	<i>Risparmio delle Società</i> (miliardi di dollari)	<i>Anni</i>	<i>Risparmio delle Società</i> (miliardi di dollari)
1909	1.296	1920	1.397
10	1.151	21	— 2.685
11	690	22	1.676
12	1.246	23	2.432
13	1.400	24	1.463
14	585	25	2.851
15	2.117	26	2.233
16	4.939	27	996
17	4.732	28	2.388
18	1.986	29	2.238
19	4.330		

Come si vede, il 1921 è l'unico anno che accusa un risparmio negativo anzichè positivo. Le cifre positive inferiori si sono avute nel 1911, nel 1914 e nel 1927 in cui il risparmio annuo delle Società non ha raggiunto il bilione di dollari. I massimi si riscontrano in corrispondenza dei forti guadagni di guerra (quasi 5 bilioni nel 1916 e poco meno nel 1917), e durante gli anni di ripresa (1925, 1926, 1928 e 1929), anteriori alla grande crisi.

VII. — *Le variazioni del risparmio collettivo ed il loro rapporto inverso colle variazioni nell'altezza dell'interesse.*

V'ha di più. Il rapporto fra l'altezza dell'interesse e la quantità del risparmio quale era posto dall'economia ortodossa, può venir addirittura rovesciato. È lecito infatti sostenere che in ultima analisi il risparmio collettivo risulterà entro certi limiti tanto maggiore, quanto più il saggio dell'interesse sarà, non già alto, ma basso.

Se invece di isolare l'interesse ed il risparmio dal complesso delle altre variabili economiche, si considerino anche queste ultime, e particolarmente la correlazione fra la domanda di capitali monetari per la produzione e l'altezza dell'interesse da un lato, e dall'altro le conseguenze di un aumento della produzione e dell'impiego sulle dimensioni di quei redditi dai quali il risparmio viene prelevato: allora quello che, a primo aspetto può sembrare un paradosso, si rivela come una verità indiscutibile.

L'interdipendenza tra le varie forze in giuoco, può venir riassunta nei seguenti termini.

Esiste senza dubbio una elasticità della domanda dei capitali per scopi produttivi: elasticità i cui caratteri abbiamo a lungo esaminati nel Capitolo X del nostro studio: « Il risparmio è l'interesse nella grande industria bancaria ». Data una tale elasticità, la domanda dei capitali per la produzione si allarga, *ceteris paribus*, quando il saggio dell'interesse si riduce. Ma una espansione dei capitali impiegati produttivamente, significa un rialzo dei profitti, un aumento nel numero degli impiegati e degli operai occupati e quindi delle somme in salari, uno sviluppo degli affari degli intermediari, etc., insomma un incremento di un fortissimo numero di redditi, ivi compresi quelli degli strati più larghi della popolazione. Ora poichè — secondo abbiamo visto più sopra — il risparmio cresce col crescere della massa e dell'altezza dei redditi, ecco che il risparmio medesimo può aumentare attraverso alle conseguenze benefiche che un basso saggio dell'interesse esercita sullo sviluppo della produzione.

L'economia ortodossa non poteva vedere questo processo appunto perchè considerava il risparmio all'infuori delle condizioni che sole possono determinarlo. In altri termini essa concepiva il risparmio, astraendo dalla grandezza di quei redditi dai quali il risparmio medesimo costituisce uno stralcio, o, quanto meno, ammetteva implicitamente la costanza di tali redditi. Questo errore si ripercuoteva anche su tutta la sua teoria circa l'interesse di equilibrio, appunto perchè essa teoria presupponeva invariato il reddito sociale complessivo, malgrado le variazioni dell'interesse.

Certamente il processo al quale abbiamo accennato, implicando una discesa del saggio degli interessi, importa una riduzione di quella forma di redditi che è rappresentata appunto dagli interessi medesimi. Ma tale riduzione non può da sola controbilanciare le proprie conseguenze sugli altri redditi.

L'aumento dei profitti degli imprenditori nell'agricoltura, nell'industria e nel commercio, l'elevamento dei salari degli impiegati e degli operai specializzati, etc., riferendosi ad una

doppia specie di redditi, ciascuna delle quali è più intimamente legata al processo produttivo e riguarda un maggior numero di persone, porteranno ad un incremento del reddito collettivo, che supererà notevolmente la contrazione dovuta alla riduzione nel solo saggio dell'interesse.

Va inoltre osservato che non è necessaria una riduzione troppo forte dell'interesse per provocare, costanti le altre condizioni, una espansione sufficiente degli investimenti, e con essa un sufficiente incremento dei profitti o dei salari. Più la durata di un prestito è lunga e maggiore diventa il peso degli interessi. Anche a prescindere dagli interessi composti, un interesse semplice del 5 % sopra un mutuo di venti anni, basta a raddoppiare il valore del capitale mutuato, ed a costringere quindi il debitore di una data somma a restituire in pratica il doppio di quanto ha ricevuto. In tal modo una diminuzione del saggio dell'interesse dal 5 al 4 %, sopra un prestito della stessa grandezza in capitale e della stessa durata, alleggerisce l'onere del debitore per una somma di interessi semplici pari al 20 %, ed una diminuzione del saggio dal 5 al 3 %, lo allevia allo stesso titolo per un 40 %.

VIII. — *Le opinioni del Keynes sul rapporto fra le variazioni dell'altezza dell'interesse, degli investimenti e del risparmio collettivo.*

Il merito di aver messo in completo e definitivo rilievo i rapporti che passano fra investimento, reddito e risparmio, e di aver quindi dimostrata la possibilità di un risparmio collettivo tanto maggiore quanto minore è il saggio dell'interesse, spetta senza dubbio al Keynes, per la sua recente opera: « La teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta ».

Nel Capitolo II del nostro volume: « Il risparmio e l'interesse nella grande industria bancaria » abbiamo esposti e criticati i principali concetti che il Keynes nel corso di tale opera espone relativamente alle cause ed alle variazioni dell'interesse. Ma le sue idee sui rapporti fra interesse, occupazione e rispar-

mio possono restare in gran parte vere, anche quando non si accettino i ricordati concetti.

Senza qui ripetere le dimostrazioni già date nel citato Capitolo, limitiamoci pel momento al problema che ora più particolarmente ci occupa. Le opinioni del Keynes sono sintetizzate nei seguenti passi che riproduciamo alla lettera: « ... Possiamo essere certi che un rialzo nel saggio dell'interesse avrà per effetto di ridurre l'ammontare del risparmio attuale. Invero il risparmio collettivo è governato dagli investimenti collettivi; ma un elevamento del tasso dell'interesse... diminuisce gli investimenti; dunque un rialzo del tasso medesimo produrrà la conseguenza di ridurre i redditi a quel livello al quale il risparmio si sarà contratto nella stessa misura degli investimenti... Un elevamento del saggio dell'interesse potrebbe indurre ad un risparmio maggiore sol quando i redditi rimanessero invariati. Ma se un saggio più alto fa differire gli investimenti, i redditi non possono rimanere costanti. Essi dovranno necessariamente contrarsi... (Loc. cit. pag. 110-111). « La giustificazione a favore di un saggio d'interesse moderatamente elevato, è stata trovata nella necessità di provocare uno stimolo sufficiente a risparmiare. Ma noi abbiamo dimostrato che l'estensione del risparmio effettivo è necessariamente determinato dalla ampiezza degli investimenti, e che l'ampiezza degli investimenti è incoraggiata da un basso saggio dell'interesse... » (Loc. cit. pag. 375).

Il Keynes ricongiunge poi queste osservazioni alla sua particolare teoria dell'interesse, per cercar di precisare quale sia il saggio più conveniente per la collettività. Ma l'esame delle sue deduzioni in materia, se potrebbe meglio lumeggiare il suo modo d'intendere l'aspetto del problema che ora più ci occupa, ci porterebbe troppo al di là dell'argomento speciale di cui stiamo ora trattando, e d'altra parte ci obbligherebbe — sempre per i motivi esposti nel citato Capitolo II — a formulare molte riserve, che non hanno invece ragione di essere finchè ci si limiti alla questione in corso. Avremo d'altronde occasione di accennare alle opinioni del Keynes che ora tralasciamo, allorchè considereremo quelle dottrine sull'interesse di equilibrio, le quali

si ricollegano più direttamente ai nuovi fini dell'economista inglese.

IX. — *I rapporti fra le variazioni dell'interesse, ed il reddito ed il risparmio dei singoli.*

Un'altra osservazione può essere fatta sui rapporti fra grandezza del risparmio e altezza dell'interesse. Vi abbiamo implicitamente accennato più sopra; ma solo ora il suo esame riuscirà più chiaro, perchè meglio preparato dalle precedenti analisi.

Si consideri un Tizio il cui reddito sia rappresentato unicamente dagli interessi dei capitali monetari che egli stesso dà a prestito, o direttamente o a mezzo delle banche. Si ammetta inoltre che Tizio divida il suo reddito in due quote: i due terzi per realizzare il tenore di vita proprio della classe cui appartiene, ed un terzo sotto forma di risparmio. Infine si supponga che, a partire da un certo momento, il saggio dell'interesse al quale egli collocava i propri capitali si riduca dal 5 al 4 %.

Una volta che il risparmio è una funzione del reddito, Tizio, se vorrà conservare il suo precedente tenore di vita — ed è questa l'ipotesi più comoda perchè più semplice — non potrà ottenere un tale risultato malgrado l'incasso minore, se non riducendo l'altra quota del suo impiego, e cioè il suo risparmio. Più precisamente il suo risparmio diminuirà del 20 %.

Nella ipotesi di una riduzione ancor più forte del saggio dell'interesse, il risparmio ad un certo momento verrebbe reso del tutto impossibile, ed anche il tenore di vita di Tizio dovrebbe cominciare a contrarsi.

È dunque evidente che il risparmio individuale può variare a seconda delle variazioni nel saggio dell'interesse, non in quanto una maggiore altezza di quest'ultimo stimoli il risparmio e una minore lo scoraggi, ma in quanto al differente reddito che corrisponde a quella differente altezza, corrispondono diverse percentuali di risparmio. Il diverso saggio dell'interesse agisce qui, non come stimolante o deprimente del desiderio di risparmiare, ma come condizione della grandezza obbiettiva del reddito. In tal modo il fenomeno osservato, anzichè trovarsi in con-

traddizione colla teoria secondo la quale il risparmio è funzione, non dell'altezza dell'interesse, ma delle dimensioni del reddito, ne costituisce un'ulteriore conferma.

Il fenomeno che abbiamo esaminato — quando lo si consideri all'infuori delle altre variabili del sistema economico — sembra autorizzare in ogni caso la conclusione che — sia pure per un processo diverso e più mediato di quello concepito dalla scuola classica — un ribasso od un rialzo del saggio dell'interesse provocano rispettivamente una contrazione od una espansione del risparmio.

Ma una conclusione siffatta non terrebbe conto delle considerazioni che abbiamo esposte nel precedente corso di questo Capitolo.

Nell'esaminare i rapporti fra interesse e risparmio non si può prescindere dalle altre condizioni, e fra esse dalle correlazioni che contemporaneamente intercedono fra le variazioni del reddito e le variazioni del risparmio. Ora, poichè la riduzione del saggio dell'interesse provoca un aumento nel volume degli investimenti, e questo aumento alla sua volta stimola il risparmio di tutti coloro che non si trovano nel caso particolare di Tizio, il risultato coincide con quello che avevamo già osservato nel § VII: il risparmio collettivo si accrescerà, anche se diminuirà il risparmio di quella particolare categoria alla quale Tizio appartiene.

S'intende poi che solo per semplicità di esposizione abbiamo supposto un Tizio, il quale non viva se non degli interessi dei propri capitali mutuati. Per quanto si riscontri nella realtà anche questo tipo sociale, cioè il tipo del « rentier » puro, nel senso francese della parola, tuttavia nella maggior parte dei casi coloro che posseggono capitali monetari, li impiegano in vari modi. Taluno li avrà in parte investiti in titoli industriali, tal altro in terre, etc. etc. In queste ipotesi il mutuante, se come tale accuserà, in seguito alla riduzione del tasso dell'interesse, una perdita di reddito, per rispetto agli altri investimenti si troverà in una situazione opposta. Dipenderà dalle proporzioni fra i diversi modi di impiego; ma potrà benissimo darsi che egli,

ricavando dagli altri investimenti — per gli effetti mediati della riduzione dell'interesse — una quota di reddito cresciuta più che proporzionalmente rispetto alla quota corrispondente ai prestiti — ottenga in definitiva una entrata totale maggiore anzichè minore.

CAPITOLO II.

I RAPPORTI FRA L'ALTEZZA DEL SAGGIO DELL'INTERESSE ED IL LIVELLO DEI PREZZI DELLE MERCI.

I. — *I pagamenti nel sistema del credito.*

Si può affermare che la diversa altezza del saggio dell'interesse influisce sulla diversa altezza del prezzo delle merci. A prima vista una tale enunciazione sembra quanto meno singolare. Ma l'apparente stranezza scompare, se si consideri con attenzione da una parte uno fra i principali mezzi con cui le imprese vengono finanziate dalle banche, e, dall'altra, il processo dello sconto degli interessi, quale si riallaccia a tale mezzo.

Dato il sistema del credito, il pagamento per contanti, non solo diventa sempre meno importante rispetto alla massa delle operazioni, ma, anche quando si verifica, è generalmente posteriore alla operazione principale cui si riferisce. Per il nostro scopo ci basterà considerare il secondo aspetto della questione.

Nella maggior parte dei casi gli imprenditori in genere — siano essi addetti all'agricoltura, alla industria od al commercio — non vendono contro contanti e non pagano in contanti. Essi acquistano le merci di cui abbisognano, rilasciando ai propri fornitori cambiali a pochi mesi, e vendono le merci di loro produzione, accettando alla lor volta dai rispettivi compratori cambiali parimenti a pochi mesi. Tutte queste cambiali affluiscono poi agli sportelli delle Banche attraverso ad una complessa trafila gerarchica, per la quale il pubblico si rivolge in

prevalenza alle Banche minori, e queste si affidano poi alle maggiori per alleggerirsi degli impegni assunti: fino a che intervengono i grandi Istituti centrali, agendo piuttosto come le banche dei banchieri, che non come le banche dei singoli privati.

II. — *Il processo dello sconto.*

A quali condizioni verranno accettate dalle banche le cambiali cui abbiamo accennato?

Si supponga che l'imprenditore A abbia ricevuto dal compratore B della sua merce, una cambiale di L. 1000 a tre mesi, e che, avendo bisogno subito di danaro, presenti il titolo alla banca C il giorno stesso in cui gli è pervenuto. La banca, mentre deve consegnare subito il liquido ad A, cioè fargli un prestito contro la cambiale non scaduta, deve poi attendere tre mesi per ricevere la somma da B, o deve alla sua volta, se ne avrà bisogno, presentare ad altra banca — in un momento successivo, ma sempre anteriore alla data della scadenza — il titolo accettato. Essa dunque, se desse ad A senz'altro tutte le lire 1000, verrebbe a prestargli danaro per 3 mesi senza alcun interesse. Poichè invece gli Istituti di credito sono gli organismi tipici per i prestiti ad interesse, la banca C dovrà senz'altro trattenersi sulla somma delle lire 1000 che anticipa ad A l'interesse dei tre mesi d'attesa.

L'operazione per cui una banca accetta una cambiale a scadenza futura si dice « scontare » o « sconto »; mentre si chiama « saggio dello sconto » l'interesse che in corrispondenza della durata dell'intervallo, viene preventivamente trattenuto dalla Banca sulla somma originaria portata dal titolo. Il saggio dello sconto non è dunque altro che il saggio dell'interesse anticipato.

III. — *L'altezza del saggio dello sconto ed il livello dei prezzi.*

Si immagini che nel caso supposto ed in un dato momento, il saggio dello sconto sia del 6 % all'anno, e quindi dell'1,50 %

per 3 mesi. In base alla proporzione $100 : 1,50 = 1000 : x$, l'interesse anticipato per tre mesi su lire 1000 risulterà di lire 15. La Banca dunque accetterà il titolo, versando ad A la somma di lire 1000 — 15 = L. 985. Cosicchè in pratica il prezzo complessivo delle merci vendute a credito da A a B non è realmente di L. 1000. Esso si riduce di L. 15 a causa dello sconto e del suo saggio.

Si ammetta invece che il tasso dello sconto fosse del 9%. Allora, applicando un procedimento perfettamente analogo, l'interesse anticipato salirebbe a L. 22,22, e la somma effettivamente incassata da A diminuirebbe in corrispondenza a L. 977,78 (L. 1000 — L. 22,22).

Viceversa, se il saggio dello sconto si contraesse al 3 %, l'interesse anticipato si ridurrebbe a L. 7,50, ed in relazione il prezzo totale definitivo aumenterebbe a L. 992,50 (L. 1000 — 7,50).

A parità delle altre condizioni, ed in ispecie a parità del prezzo iniziale di vendita, il prezzo realizzato dipende dunque in ultima istanza dal saggio dello sconto. Pur restando sempre inferiore a quello che sarebbe se il compratore pagasse in contanti, il prezzo definitivo delle merci di A si innalza quando il saggio dello sconto si abbassa, e viceversa. Quello che si dice delle merci di A si può estendere a tutte le merci non vendute o non comperate per contanti, cioè alla grandissima maggioranza delle merci, in una società in cui il sistema del credito sia sufficientemente diffuso.

IV. — *L'importanza dell'azione dello sconto sui prezzi, in ragione dell'altezza del primo e della durata dell'impegno.*

Negli esempi da noi esposti l'influenza che il saggio dell'interesse nella forma dello sconto esercita sul prezzo definitivo delle merci appare, sì, innegabile, ma sembra anche contenuta in limiti assai ristretti. Senonchè questo secondo fatto dipende esclusivamente dal carattere delle ipotesi che per semplicità abbiamo stabilite in un primo momento: e cioè dalla piccolezza della

cifra di vendita e dalla brevità dell'intervallo fra la presentazione e la scadenza del titolo. Basti assumere cifre molto maggiori od intervalli molto più lunghi, perchè l'importanza quantitativa del fenomeno si presenti in valori assoluti assai più rilevanti.

Si supponga che il prezzo unitario delle merci di A sia tale per cui la vendita di due di queste unità importi 200.000 lire. Si supponga inoltre che la cambiale accettata da A contro la cessione a B di due unità della propria merce, abbia la scadenza di un anno. Ammettendo che tutte le altre condizioni restino invariate, si avrà che quando il saggio dello sconto è del 6%, l'interesse anticipato su 200.000 lire ammonta a L. 12.000, ed il prezzo definitivo a L. $200.000 - 12.000 = \text{L. } 188.000$; quando il saggio dello sconto scende al 3 %, le cifre corrispondenti diventano rispettivamente L. 6.000, e L. $200.000 - 6.000 = \text{L. } 194.000$; ed infine, quando lo sconto sale al 9 %, le cifre correlative si fissano in L. 18.000 ed in L. $200.000 - 18.000 = \text{L. } 182.000$.

V. — *Lo sconto ed il valore attuale delle annualità.*

Le proporzioni che il fenomeno acquista diventano sempre maggiori se si considerino quelle merci o quegli investimenti, rispetto ai quali il peso degli interessi anticipati è reso particolarmente grave dalla speciale lunghezza del periodo.

Limitiamoci, per dare un solo esempio, a quelle merci *sui generis* che sono costituite dalle annualità che lo Stato si impegna a corrispondere per un certo numero di anni a determinate imprese. Lo Stato, poniamo, contribuisce al funzionamento di una impresa che costruisce una ferrovia, che compie un'opera di bonifica o di irrigazione, etc., impegnandosi a pagarle durante 25 anni una determinata annualità fissa. Lo scopo di tale concessione è di facilitare all'impresa il proprio finanziamento. L'impresa stessa infatti cercherà di vendere a dati Istituti le annualità garantite dallo Stato, per procurarsi così, una volta tanto, un capitale che, insieme con quello azionario, le consenta

di portare a termine il compito assegnatole.

Ma a che prezzo l'Istituto mutuante acquisterà il blocco delle 25 annualità, per la cui riscossione dallo Stato si sostituirà all'impresa? Esso verrà rimborsato completamente soltanto entro il corso dei 25 anni; cioè, mentre verserà subito all'impresa una somma unica, dovrà riprendere in ciascuno dei detti anni, interessi compresi, una certa quota della medesima somma. Anche qui dunque, a meno di non fare all'impresa un prestito gratuito, l'Istituto dovrà acquistare le annualità al loro valore « attuale »; e cioè scontarle ad un valore che sia eguale alla loro somma, depurata anticipatamente di tutti gli interessi che andranno maturandosi nel corso dei 25 anni.

Quando si pensi che all'interesse semplice del 5 % un capitale si raddoppia in 20 anni, è intuitivo che la somma totale rappresentata dalle 25 annualità dovrà subire una riduzione assai forte, per poter creare la capienza ad interessi normali decorrenti durante le varie frazioni dello stesso periodo. Più precisamente, il valore attuale di una annualità di 1 milione per 25 anni, cioè di 25 milioni sborsati gradatamente, risulta di L. 14.093.945 al saggio di sconto del 5 %; di L. 12.197.877 al saggio del 6 $\frac{1}{2}$, e di L. 11.146.946 al saggio del 7 $\frac{1}{2}$.

Rispetto alla somma totale di 25 milioni, si ha dunque una diminuzione in capitale di L. 10.906.055 nel 1° caso, una diminuzione in capitale di L. 12.802.123 nel 2° caso, ed una diminuzione di L. 13.853.054 nel 3°.

VI. — *Le teoria del Wicksell sui rapporti fra il saggio dello sconto ed il livello generale dei prezzi.*

L'azione che l'interesse — nella forma dello sconto — esercita sul prezzo delle merci era più o meno nota, e da tempo, a numerosi economisti. Ma l'autore che l'ha posta in maggior rilievo, che l'ha studiata più sistematicamente e che ne ha ricavate le conseguenze più vaste, è stato senza dubbio il Wicksell (1).

(1) Due sono i principali lavori del Wicksell in materia. Il primo in ordine di tempo, il più vasto ed il più importante, ha come titolo originario: « Inte-

Egli distingue molto felicemente ciò che sono i valori di scambio o prezzi « relativi », e ciò che è invece il « livello assoluto dei prezzi monetari ». I prezzi relativi dipendono dai rapporti della domanda e dell'offerta, della produzione e del consumo, riferentisi ad ogni singola merce o ad ogni dato gruppo di merci. Un prezzo relativo che non corrisponda all'equilibrio, verrà modificato e riportato all'equilibrio da cause inerenti alle condizioni della produzione e del consumo di quella stessa merce o di quello stesso gruppo di merci. Invece il livello assoluto dei prezzi riguarda l'altezza del prezzo di tutte le merci contemporaneamente. Esso non dipende dalle condizioni del mercato di una determinata merce o di un determinato gruppo di merci, ma da cause che stanno al di fuori di tale mercato e che piuttosto si riferiscono al mercato della moneta, come tale (« Interesse e prezzi », specialmente a pag. 23-24 e a pag. 94).

Ora per il Wicksell, due fra le principali condizioni che influiscono sul « livello assoluto dei prezzi monetari » sono la produzione dell'oro e l'altezza del saggio dell'interesse. A prescindere dalla prima condizione, la quale rientra in un campo di cui non dobbiamo per ora occuparci, vediamo come agirebbe la seconda.

Nel suo « Interesse e prezzi » il Wicksell spiega il processo in una maniera che è un po' troppo involuta e che risulta ancor troppo legata — sebbene il rapporto non sia assolutamente necessario — colle teorie del Böhm-Bawerk sul capitale. Ma nella sua Memoria inglese l'esposizione è molto più chiara, e coincide in sostanza con quella che ne abbiamo data noi più sopra. Ci basterà riassumere il seguente brano, basato sulla ipotesi non di un aumento, ma di una diminuzione del saggio dello sconto: « Se come commerciante io vendo le mie merci per

resse del danaro e prezzi dei beni ». Editto in tedesco a Iena nel 1898, è stato poi pubblicato in inglese dal Macmillan nel 1936 col titolo: « Interesse e prezzi ». L'edizione inglese porta una notevole prefazione del prof. Ohlin. L'altro contributo è una Memoria letta dal Wicksell nel 1906 dinanzi alla Sezione economica dell'Associazione britannica, e pubblicata nel 1907 sull'« Economic Journal ». Naturalmente la Memoria è ben più breve del libro che l'ha preceduta: ma in compenso è su taluni punti più chiara e più organica. Anche quando citeremo da « Interesse e prezzi » ci baseremo sulla traduzione inglese.

l'ammontare di L. 1000 contro un impegno a tre mesi, che sconto ad una banca, e se la rata di sconto è al 4 % all'anno, io di fatti ricevo un prezzo in contanti (« cash price ») di L. 999. Se invece l'impegno viene scontato dalla banca al 3 %, il prezzo per contanti delle mie merci sale *ipso facto*, sia pure soltanto in ragione della quarta parte dell'1 % ».

VII. — *L'azione del saggio dello sconto sui prezzi, ed i suoi effetti cumulativi.*

A) *Gli effetti cumulativi del ribasso dello sconto.*

Abbiamo esaminato il processo per cui il saggio dello sconto agisce sul livello generale dei prezzi. È ora possibile dimostrare che tale azione presenta effetti cumulativi.

Si consideri l'esempio che abbiamo esaminato sotto al § III, e secondo il quale per le sue merci vendute contro cambiale di L. 1000, a 3 mesi, A ricavava un prezzo di L. 985 quando il saggio dello sconto era del 6 % all'anno, ed un prezzo di Lire 992,50 quando il saggio dello sconto scendeva al 3 % all'anno. Dato che le variazioni dello sconto hanno un carattere generale e fermandoci sul secondo dei due casi, il livello del prezzo di tutte le merci crescerà, per lo stesso periodo dei tre mesi, in una misura proporzionale che sarà comune, nelle stesse condizioni, a tutti gli imprenditori.

Si supponga ora che alla fine dei tre primi mesi, l'imprenditore A ripeta una vendita analoga alla precedente. Quale sarà il prezzo dal quale egli partirà? Se vendeva a L. 1000 quando poteva dallo sconto ricavare al 6 % L. 985, ora che il suo prezzo di cassa è salito a L. 992,50 per effetto dello sconto al 3 %, potrà vendere le stesse merci — invariate le altre condizioni — ad un prezzo lordo di sconto fissato dal rapporto: $L. 985 : 1000 = L. 992,50 : x$, e cioè al prezzo più alto di L. 1007,61. Sottraendo da quest'ultima cifra lo sconto del 3 % annuo, che in valore assoluto, e per tre mesi, equivarrà a L. 7,55 ($100 : 0,75 = 1007,61 : x$), il nostro imprenditore potrà ritrarre un prezzo cas-

sa di L. 1000,06 — cioè un prezzo che sarà maggiore di quello di prima, ammontante, come vedemmo, a L. 992,50. In tal modo, il livello dei prezzi, alzatosi una prima volta in conseguenza della discesa dello sconto, diventa la base per le successive calcolazioni e per i successivi effetti dello stesso sconto: cioè per ulteriori aumenti. Di guisa che, se il saggio dello sconto continua a restare quello di prima, l'aumento dei prezzi che esso determina nel momento iniziale, provoca, ad ogni rinnovo delle operazioni, e per un processo analogo a quello già esaminato, un nuovo rialzo generale nel livello dei prezzi.

Così, se in capo ad altri tre mesi il saggio dello sconto si manterrà al 3 %, si avranno i nuovi dati seguenti: il prezzo lordo di sconto sarà di L. 1015,22 ($992,50 : 1000 = 1007,61 : x$); lo sconto assoluto per 3 mesi (sempre al 3 %) equivarrà a L. 7,61, ed il prezzo di cassa (o prezzo netto di sconto) a L. 1007,61 (L. 1015,22 — L. 7,61). Ecco dunque che nel terzo trimestre, e sempre per il procedimento già esaminato, il prezzo di cassa delle merci di A sale da L. 1000,06, a L. 1007,61.

In altri termini, il fatto che nel secondo trimestre lo stesso saggio venga conservato malgrado il rialzo dei prezzi precedentemente determinatosi e tuttora esistente, equivale in pratica ad una riduzione relativa del saggio stesso. Invero applicare a prezzi già cresciuti un saggio invariato, è come diminuire il saggio nella proporzione stessa dell'aumento dei prezzi. Per dare un esempio i cui estremi rendano più chiara la cosa, esigere uno sconto del 6 % quando il livello dei prezzi è eguale a 100, e continuare ad esigerlo anche quando questo livello è salito a 200, cioè al doppio, significa nel secondo caso applicare in pratica un saggio diminuito della metà, ridotto insomma al 3 %. È perciò inevitabile che questa riduzione relativa del tasso dello sconto debba determinare sui nuovi prezzi gli ulteriori effetti che già conosciamo.

Poichè lo stesso ragionamento si può estendere a tutte le merci di tutti gli altri imprenditori, se ne conclude che ad ogni trimestre, invariato sempre lo sconto, il livello generale dei prezzi presenterà un aumento ulteriore. In altri termini gli effetti di una riduzione iniziale del saggio dello sconto sono cumulativi.

Abbiamo supposto che il tasso dello sconto venisse ridotto una volta tanto e che poi si arrestasse sulla nuova percentuale. Qualora invece si ammettesse che esso subisse ulteriori diminuzioni, il processo esaminato darebbe naturalmente risultati i quali — mentre sarebbero sempre nel medesimo senso — darebbero luogo a prezzi ancor più alti.

B) *Gli effetti cumulativi del rialzo dello sconto.*

Abbiamo finora considerato il solo caso di un ribasso nel saggio dello sconto. Ma un ragionamento analogo si può ripetere, con effetti naturalmente inversi, quando si formuli l'ipotesi che il tasso dello sconto subisca, anzichè una diminuzione, un aumento.

Le spiegazioni date per l'ipotesi opposta ci dispensano da ulteriori delucidazioni. Per limitarci a poche cifre esemplificative, si prenda il caso — esposto nel § III — in cui il saggio dello sconto passava dal 6 al 9 %. Come abbiamo allora visto, l'interesse anticipato per una cambiale di L. 1000 a 3 mesi saliva da L. 15 (corrispondenti al saggio del 6 %) a L. 22,22: talchè l'imprenditore A incassava non più di L. 985 (L. 1000 — 15), ma soltanto L. 977,78 (L. 1000 — 22,22). Se anche nel secondo trimestre il saggio dello sconto si conservasse al 9 %, A, il quale vendeva a L. 1000 quando poteva incassare L. 985, dovrà vendere ad un prezzo minore una volta che il livello dei prezzi è diminuito, e più precisamente (in base alla proporzione: $L. 985 : 1.000 = L. 977,78 : x$) ad un prezzo di L. 992,68. Sottraendo dalla cambiale di L. 992,68 il nuovo sconto trimestrale di L. 22,22, il prezzo di cassa si ridurrà dalle L. 977,78 di prima, a L. 970,46. Ecco dunque che, come prima l'elevamento nel livello dei prezzi offriva il punto di partenza per un loro aumento ulteriore, nelle nuove condizioni l'abbassamento del loro livello costituisce la base per una loro discesa ulteriore.

VIII. — *Le concezioni del Wicksell intorno alla mancanza di limiti nell'azione dello sconto sui prezzi.*

Il Wicksell ha visto con grande chiarezza gli effetti cumulativi delle variazioni dello sconto sul prezzo delle merci. La sua trattazione in merito costituisce anzi una delle parti più originali delle sue ricerche. Egli scrive ad esempio: « ... Se il saggio dell'interesse rimane basso per un periodo di tempo considerevole, la sua influenza sui prezzi sarà necessariamente cumulativa, vale a dire, si ripeterà nella stessa precisa maniera ad intervalli eguali di tempo (« Interesse e prezzi » pag. 95)... ». « Arriviamo a questa conclusione: finchè la situazione nel mercato rimane invariata, una caduta permanente... nel saggio dell'interesse bancario fa crescere il livello generale dei prezzi... in una maniera continua e più o meno uniforme. In modo analogo, un rialzo nel saggio dell'interesse... se durerà per un tempo sufficientemente lungo, porterà ad una caduta continua ed illimitata nei prezzi di tutti i prodotti e servizi » (Loc. cit. pag. 100).

Ma la constatazione che gli effetti di saggi dello sconto troppo bassi o troppo alti sono cumulativi, doveva condurre il Wicksell ad un'altra conclusione. Quest'ultima era già implicita nel riconoscimento della caratteristica testè ricordata. Occorreva però tutta la forza logica del Wicksell — forza logica che non teme qualche volta di sfiorare il paradosso — per sviscerarla fino alle estreme conseguenze.

La dimostrazione della nuova tesi si trova anche nel libro « Interesse e prezzi ». Ma essa assume una chiarezza maggiore ed un carattere ancor più radicale nella ricordata Memoria inglese, e specialmente nella sua prima parte. Ecco, quasi alla lettera, il passo più importante: « Se, tutte le altre condizioni restando invariate, le banche dirigenti il mercato internazionale riducessero il saggio dell'interesse, ad esempio, dell'1 % al di sotto del livello normale o naturale e lo tenessero così fermo per parecchi anni, i prezzi di tutti i beni salirebbero, e salirebbero senza alcun limite; mentre, se esse elevassero lo stesso saggio

ad esempio, dell'1 % al di sopra del livello normale, e lo tenessero così fermo per parecchi anni, i prezzi di tutti i beni cadrebbero, e cadrebbero senz'altro limite che lo zero... È la mia una tesi astratta, ma però teoricamente utile. Anche l'affermazione di Newton che, se improvvisamente cadesse l'attrazione del sole, i pianeti lascerebbero le loro orbite nella direzione della tangente, è una tesi astratta. Tuttavia essa è la pietra angolare della meccanica celeste. Analogamente la mia tesi, se provata vera, risulterebbe essere... una delle pietre angolari della meccanica dei prezzi ».

IX. — *Le concezioni del Wicksell e l'esistenza di un saggio normale dello sconto.*

Queste ultime idee del Wicksell — come risulta dal loro carattere e dalle parole stesse dell'esposizione — implicano che le variazioni del saggio dello sconto capaci di produrre tali risultati vanno concepite in rapporto ad una certa altra altezza del detto saggio, data la quale gli stessi fenomeni cesserebbero di verificarsi: implicano, in altri termini, l'esistenza di quello che nel passo testè citato l'autore chiama il livello « normale » o « naturale » dello sconto. Non è ora il caso di esaminare quale sia questo livello « normale » o « naturale ». Lo vedremo in un successivo Capitolo, allorchè studieremo la speciale teoria dello sconto di equilibrio che il Wicksell formula, col sussidio appunto di tale criterio.

Ci premeva per adesso esaminare quei rapporti fra l'altezza del saggio dell'interesse ed il livello dei prezzi che sono indipendenti dalla accennata teoria. Mentre infatti quest'ultima costituisce la parte più discutibile delle dottrine del Wicksell, le osservazioni che la precedono e di cui ci siamo finora occupati rappresentano un complesso di idee che corrisponde in notevole misura alla realtà obbiettiva.

Con esse il Wicksell ha aperto un nuovo capitolo dell'Economia Politica: capitolo che non è ancor chiuso. Le più moderne dottrine sulla moneta bancaria, sulla instabilità del credito,

sugli effetti dell'interesse in rapporto ai prezzi, sulla politica delle grandi banche, etc. trovano in lui il loro antesignano. Se l'originalità e la forza logica del suo pensiero non avessero aperta la nuova via, i contributi del Keynes, dell'Hawtrey, del Robertson, del Mises e di tanti altri sarebbero storicamente inapplicabili.

X. — *Le concezioni del Wicksell ed i limiti della loro verità.*

Tuttavia il Wicksell — come sempre avviene a coloro i quali scoprono per la prima volta o mettono in maggior rilievo determinati rapporti — ha peccato per unilateralità e per esagerazione,

Se le relazioni da lui esposte fra l'altezza del saggio dello sconto ed il livello generale del prezzo delle merci, sono teoricamente esatte, non è assolutamente vero che, insieme colla quantità dell'offerta dell'oro, non vi siano altre cause importanti che agiscano sul livello medesimo. Le fluttuazioni nel livello generale dei prezzi dipendono sempre da cause monetarie; ma, dato il sistema del credito, queste cause monetarie possono alla loro volta avere una origine ben diversa da una semplice variazione nel saggio dello sconto.

Per esempio negli anni di prosperità il livello generale dei prezzi aumenta indipendentemente da ogni variazione nel tasso dello sconto; mentre, negli anni della depressione, esso diminuisce colla medesima indipendenza. Quando nel primo caso le banche inaspriscono il saggio dello sconto, lo fanno per cercare di impedire ulteriori elevamenti nei prezzi. Questi elevamenti dunque precedono, non seguono le variazioni del saggio dello sconto. Inversamente, allorchè nel secondo caso le banche diminuiscono il tasso, la riduzione generale dei prezzi non è posteriore, ma anteriore alla modificazione dello sconto.

Le variazioni del saggio dello sconto non rappresentano così se non una delle tante cause per cui si può modificare il livello generale dei prezzi; ed ancora — come risulta dalle osservazioni sotto i paragrafi IV e V — una causa la cui importanza è notevole solo in determinate condizioni.

CAPITOLO III.

LA TEORIA DEL WICKSELL SULL'INTERESSE DI EQUILIBRIO.

I. — *I diversi tipi dell'interesse di equilibrio.*

Nel Capitolo XIII del nostro studio: « Il risparmio e l'interesse » etc., abbiamo esaminato i processi che conducono alla determinazione dell'interesse di equilibrio, supponendo che tanto gli imprenditori mutuatari quanto le banche mutuanti non fossero guidati nelle loro azioni da altro movente che quello egoistico del proprio vantaggio immediato. Siccome però le Banche, e specialmente i grandi Istituti centrali di emissione rappresentano organi semistatali o statali addirittura; siccome il potere ch'essi hanno di regolare in un certo senso la quantità del medio circolante, conferisce loro funzioni di pubblica utilità; si può supporre che entro certi limiti gli stessi Istituti, o sotto l'influenza del loro senso di responsabilità o per volere dello Stato, uniformino la propria azione a criteri che non riguardino soltanto il proprio vantaggio egoistico, ma che tengano conto anche di determinati bisogni della collettività (1).

Partendo da questo diverso punto di vista, si possono allora assegnare ai massimi Istituti bancari determinati scopi socia-

(1) Non sempre, del resto, i due criteri divergono. Ad esempio, quando un dato Istituto centrale di emissione protegge, con adeguate misure, le proprie riserve auree, esso protegge in realtà l'oro monetato o l'oro in verghe di tutto il paese. È solo per la comodità dell'analisi scientifica che è bene tenere sempre separati i due aspetti dell'attività delle grandi Banche. La distinzione perderebbe ogni ragion d'essere esclusivamente quando le Banche centrali fossero veri e propri Istituti di Stato, senza interferenza di capitale azionario e di interesse personale di azionisti.

li, e chiamare interesse di equilibrio quel saggio dell'interesse che meglio corrisponda a tali scopi. Naturalmente questo nuovo saggio dell'interesse, appunto perchè rappresenterebbe la conseguenza da parte delle grandi Banche di una linea di condotta diversa da quella esclusivamente considerata nel citato Capitolo XIII, non potrebbe non risultare differente dal saggio contemplato nel Capitolo medesimo.

II. — *L'interesse di equilibrio secondo il Wicksell e secondo il Keynes.*

Due sono i principali autori che hanno esaminato l'interesse di equilibrio sotto il nuovo profilo di cui ci stiamo occupando: il Wicksell ed il Keynes. Senonchè ciascuno ha voluto affidare alle grandi Banche scopi sociali diversi da quelli voluti dall'altro: in modo che il processo di determinazione e l'altezza del nuovo saggio di interesse finiscono per risultare differenti presso ognuno di essi.

Cominceremo dal Wicksell, sia perchè la sua opera (« Interesse del danaro e prezzi dei beni ») essendo comparsa nel 1898, precede di 32 anni il « Trattato della moneta » del Keynes e di 37 anni il libro dello stesso autore: « La teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta »; sia perchè il Keynes ha tenuto talmente conto dell'antecedente esposizione del Wicksell, che le sue idee — o almeno quelle esposte in un primo tempo — possono in parte considerarsi come una evoluzione di quelle dell'economista svedese.

III. — *La concezione generale del Wicksell.*

Abbiamo visto nel precedente Capitolo come il Wicksell ritenga che le variazioni provocate dal saggio dello sconto nei prezzi delle merci e dei servizi tendano a perpetuarsi ed anzi ad accentuarsi nel tempo, a meno che il predetto saggio non sia riportato ad un certo « livello normale ». L'economista svedese, ritenendo che la stabilità dei prezzi rappresenti una condizione di

pubblica utilità, ha poi tentato di precisare quale sia il livello indicato, e con quali misure le grandi banche centrali debbano raggiungerlo, ed, una volta raggiunto, attenersi. Si può dunque dire che il Wicksell ha cercato di determinare quel saggio dello sconto o dell'interesse di equilibrio, il quale possa — per quanto ciò dipenda dall'interesse medesimo — portare ad una stabilizzazione del livello generale dei prezzi.

Mentre le idee del Wicksell che abbiamo esposte nel Capitolo anteriore riguardano i rapporti fra saggio di interesse e prezzi delle merci e dei servizi, rientrano nello studio obbiettivo dei fatti e corrispondono in gran parte alla realtà; quelle fra le sue opinioni di cui dovremo d'ora innanzi occuparci, pur riconnettendosi in un certo senso a considerazioni dottrinali destinate a completare le precedenti analisi, presentano un grado molto maggiore di discutibilità.

IV. — *Il saggio « naturale » ed il saggio « contrattuale » dell'interesse, secondo il Wicksell.*

Quale sarebbe anzitutto il saggio dello sconto che, secondo l'autore, risulterebbe per così dire neutro, rispetto ai prezzi delle merci e dei servizi?

Seguendo le erronee concezioni del Böhm-Bawerk, il nostro autore non crede che il reddito da capitali possa distinguersi in rendita, interesse e profitto. Per lui, oltre la rendita, non esiste al margine se non l'interesse. Soltanto che l'interesse può presentare diverse altezze: per modo che quello che molti economisti chiamano il profitto, sarebbe semplicemente la differenza fra due interessi di diversa grandezza. Occorre distinguere — dice ad un certo punto il Wicksell — « fra il saggio originale ed il saggio contrattuale dell'interesse ». (« Interesse e prezzi », pagina 134). Il saggio « originale » o « naturale » dell'interesse è quello « che sarebbe determinato dalla domanda e dall'offerta dei capitali, se non esistesse l'uso della moneta e se ogni prestito venisse eseguito nella forma di beni capitali reali » (« Interesse e prezzi », pag. 102). Questo saggio alla sua volta sarebbe

determinato dalla « produttività marginale del capitale reale » (Memoria inglese).

Se il saggio dello sconto potesse sempre coincidere col saggio « naturale », l'instabilità dei prezzi non si verificherebbe, « perchè il capitale è limitato da condizioni puramente fisiche » (« Interesse e prezzi », prefazione, pag. 16). Ma coll'uso della moneta e collo sviluppo del credito, il saggio dell'interesse « contrattuale » può divergere anche per molto tempo dal saggio « naturale ». Le banche infatti non incontrano ostacoli fisici alla offerta di capitale nella forma di capitale in moneta bancaria. Concentrando nelle loro mani quasi tutti i pagamenti, e potendo in ogni momento aprire crediti con semplici allibrazioni e trasferite, esse accelerano *ad libitum* la rapidità di circolazione dei mezzi di pagamento. Ne segue che la domanda e l'offerta di moneta sono quasi la medesima cosa, in quanto la domanda crea in gran parte la sua propria offerta. Ed è a causa di questa mancanza di limitazione, che le banche possono operare prestiti a qualsiasi tasso di sconto, e quindi a saggi di interesse molto diversi dal saggio « naturale ».

V. — *I saggi dell'interesse, la stabilità e l'instabilità dei prezzi, e la produttività marginale del capitale reale, secondo il Wicksell.*

Nelle accenate condizioni — continua il Wicksell — fra saggio « naturale » dell'interesse e saggio « contrattuale » o « corrente » non esiste altro anello di congiunzione che l'effetto sui prezzi determinato dalla loro differenza.

Ma, come sappiamo, questo effetto importa una instabilità estrema dei prezzi, mentre è invece ragionevole ritenere che la conservazione dei prezzi monetari ad un livello relativamente costante rappresenti un grande vantaggio per l'assetto economico.

Se venissero compiuti i passi necessari per ottenere un sistema creditizio più saldamente organizzato, il problema della stabilizzazione del valore della moneta verrebbe risolto. Ba-

sterebbe che le grandi Banche centrali si accordassero fra loro per manipolare opportunamente il saggio bancario generale, abbassandolo quando i prezzi scendono, ed innalzandolo quando i prezzi si elevano.

Un simile sistema non sarebbe in alcun modo artificiale, perchè il punto intorno al quale il saggio dell'interesse oscillerebbe e verso il quale graviterebbe costantemente, sarebbe il livello « originale » o « normale »: quello, cioè, corrispondente alla produttività marginale del capitale reale. (Memoria inglese e « Interesse e prezzi », *pàssim*).

VI. — *L'evoluzione del pensiero del Wicksell secondo l'Ohlin.*

Nella sua notevole prefazione all'edizione inglese di « Interesse e prezzi » il prof. Ohlin sostiene che negli ultimi anni della sua attività scientifica il Vicksell avrebbe notevolmente modificate, e soprattutto allargate le opinioni da lui espresse nelle opere che abbiamo citato.

La prima variazione riguarderebbe il concetto di saggio « normale » dell'interesse. Esso non sarebbe più quello che abbiamo esposto più sopra, bensì il saggio « al quale la domanda per nuovo capitale verrebbe esattamente coperta dal simultaneo risparmio » (pag. XIII della citata prefazione). In tal modo il criterio sul saggio « normale » o « naturale » presenterebbe certo una notevole trasformazione. Da un lato tale saggio non avrebbe più bisogno — per determinarsi — di far gettito della forma monetaria; dall'altro, anzichè dipendere esclusivamente dal fenomeno della produttività del capitale (e cioè da un fatto appartenente al campo specifico della produzione), si troverebbe collegato anche coi fenomeni più complessi della formazione del capitale e del risparmio, e della rispettiva domanda ed offerta.

Una seconda variazione nelle idee del Wicksell consisterebbe in ciò che egli avrebbe rinunciato a spiegare i cambiamenti nel livello generale dei prezzi — costante la produzione dell'oro — come una conseguenza esclusiva delle variazioni nel

saggio dell'interesse. Tali cambiamenti sarebbero possibili per molte altre cause, di cui — secondo le teorie oggi prevalenti — le principali si riconnettono da una parte alla produzione dei beni di consumo ed a quella dei beni capitali, e dall'altra all'entrata spesa ed all'entrata risparmiata (ricordata prefazione, pag. XIII e pag. XIV).

L'Ohlin poi osserva per conto suo che l'influenza delle cause testè ricordate è tale, per cui il livello generale dei prezzi può alterarsi, anche se e quando il saggio dell'interesse sia quello al quale la domanda per nuovo capitale eguagli il risparmio simultaneo. Basta infatti che a mezzo del credito si abbia un aumento nella domanda dei beni di consumo — beni la cui considerazione non entra nella formazione del saggio dell'interesse testè indicato — perchè il livello generale dei prezzi si elevi (prefazione più volte citata. pag. XX-XXI).

Nell'esaminare i caratteri tipici del sistema del Wicksell non si può però tener conto di quelle successive evoluzioni nel pensiero del suo autore, le quali, se anche avessero parzialmente modificato taluni punti della sua primitiva concezione, non sono giunte a sostituire quest'ultima con un sistema sufficientemente diverso. Nella storia del pensiero economico, la costruzione del Wicksell resta quella che abbiamo visto risultare dalle due opere più volte citate, e da esse sole. Dobbiamo dunque esaminarla per quello che è, non per quello che avrebbe potuto in seguito divenire, se il suo autore l'avesse modificata in tale misura da trasformarla in un'altra, e se a tale trasformazione avesse data la necessaria pubblicità.

VII. — *Il saggio « originale » ed il saggio « contrattuale » dell'interesse.*

Contro la concezione del Wicksell sul saggio d'equilibrio si possono avanzare numerose e gravi obbiezioni.

È anzitutto erronea la distinzione del Wicksell fra saggio « naturale » od « originale » e saggio « contrattuale » dell'interesse.

Qualunque saggio dell'interesse è sempre il risultato di un contratto fra mutuanti e mutuatari, per gli stessi motivi pei quali qualsiasi altro fatto di distribuzione non può mai essere altro, oggi, che un fatto contrattuale. In una società moderna in cui la coazione fisica fra uomo e uomo è scomparsa — in condizioni ordinarie — dal campo economico, tutto è contrattuale. È contrattuale il profitto, nel senso che, invariate le spese di produzione, esso dipende dalle convenzioni fra gli imprenditori agricoli ed industriali ed i commercianti acquirenti delle loro merci; è contrattuale la rendita, perchè dipende da convenzioni fra i coltivatori ed i proprietari della terra; è contrattuale il salario perchè dipende da convenzioni fra i proprietari dei mezzi di produzione, ed i rispettivi operai ed impiegati.

L'interesse contrattuale, il profitto contrattuale, la rendita contrattuale, il salario contrattuale sono poi alla lor volta un interesse, un profitto, una rendita, un salario naturali, nel senso che essi corrispondono alle condizioni di un determinato ordinamento sociale e costituiscono quindi un risultato necessario dell'ordinamento stesso.

Per concludere dunque, e per concludere in rapporto alla categoria economica di cui ci stiamo più occupando, un interesse non contrattuale è un interesse inesistente. Che se poi si vuol parlare di interesse naturale, questo si risolve semplicemente nell'interesse contrattuale inteso come va inteso: e cioè come la risultante non arbitraria di determinate condizioni sociali.

La distinzione fra saggio « originale » e saggio « naturale » dell'interesse è stata suggerita al Wicksell dal Böhm-Bawerk, e rappresenta uno dei tanti errori commessi da quest'ultimo nel suo assurdo tentativo di separare i fenomeni economici dal concreto degli istituti sociali, e di spiegare l'interesse a mezzo di un mero rapporto psicologico fra l'uomo e l'astrazione tempo.

VIII. — *L'interesse « naturale » e l'impossibilità di una sua forma non monetaria.*

Un'altra obiezione che si può muovere alla dottrina del

Wicksell, è quella che abbiamo avuto occasione di esporre fin dal Capitolo VI del nostro studio « Il risparmio e l'interesse » etc., discutendo le forme monetarie della domanda e dell'offerta dei capitali.

Nel dimostrare come la domanda e la offerta del potere d'acquisto in generale non possano verificarsi nella presente società se non attraverso la moneta, abbiamo dovuto criticare gli economisti che si sono illusi di poter ottenere una rappresentazione dei fenomeni correlativi e perciò anche dell'interesse, all'infuori di quella forma monetaria la quale ne costituisce, non già una condizione meramente incidentale, ma una condizione pregiudiziale e necessaria, quindi essenziale. In tale circostanza abbiamo dovuto appunto combattere fra l'altro l'illusione che ha spinto il Wicksell a cercare un saggio dell'interesse, e più precisamente il saggio « naturale », spogliandolo di ogni carattere monetario.

Possiamo dunque limitarci a riassumere quanto allora dicemmo.

Se la forma monetaria è oggi essenziale ai fenomeni del credito e dell'interesse, qualunque saggio dell'interesse, e quindi anche il saggio cosiddetto « naturale » o « normale », non può presentarsi che sotto tale forma. Perciò la differenza fra il tasso di equilibrio, o tasso « normale » e gli altri tassi non può consistere — data la presente economia — in ciò che il primo sia valutabile in natura e gli altri in moneta: che il primo si riferisca ad una domanda e ad una offerta dei capitali oppure ad una produttività non misurate in moneta, e gli altri ad una domanda, ad una offerta, ad una produttività non espresse in moneta. Dovrà piuttosto risolversi in questo: che l'interesse « naturale » o di equilibrio, pur dovendo concepirsi anche esso in veste monetaria, si riferirà ad una domanda e ad una offerta di potenza d'acquisto, oppure ad una produttività, le cui grandezze ed i cui rapporti saranno diversi da quelle altre domande ed offerte di moneta, oppure da quelle altre produttività, alle quali corrispondono le altre altezze dell'interesse.

Questi argomenti contro la teoria del Wicksell trovano nel Wicksell stesso un singolare appoggio. Egli infatti — cadendo

così in grave contraddizione con sè stesso — ha rilevato in altre parti della sua opera, come l'uso della moneta renda inseparabili da tale forma tutti i fenomeni economici, e tanto più quelli relativi all'interesse. Bastino due soli brani: « Nella realtà dei fatti attuali è la moneta che viene prestata, non sono i beni » (« Interesse e prezzi », pag. 108). « ... Il trasferimento del capitale e la remunerazione dei fattori della produzione non hanno luogo in generi, ma si effettuano in una maniera completamente indiretta, in conseguenza dell'intervento della moneta. Non è soltanto... la mera forma dei fenomeni che resta così alterata, ma la loro vera essenza » (Loc. cit. pag. 135).

IX. — *La teoria della produttività marginale ed i fenomeni della produzione e della distribuzione.*

Inoltre la dottrina del Wicksell, sostenendo che il saggio « naturale » sarebbe determinato dalla produttività marginale del capitale reale, si riconnette essenzialmente alla teoria della detta produttività marginale, ed è quindi passibile di tutte le critiche che è lecito muovere a quest'ultima.

La ricordata teoria tende a dimostrare che i fattori della produzione (lavoro e capitale) ottengono come remunerazione quel tanto che corrisponde al risultato produttivo corrispondente.

Ma in tal modo essa commette anzitutto l'errore di confondere i fenomeni della produzione coi fenomeni della distribuzione.

Certamente gli uni e gli altri sono in correlazione fra loro e si condizionano a vicenda. Ogni atto di produzione è preceduto da atti di circolazione e di distribuzione, ed inversamente. Ma ciò non significa che non si possano e non si debbano distinguere ed individuare i caratteri specifici dell'uno e dell'altro ordine di fatti.

I fenomeni della produzione e della produttività sono più intimamente legati ad elementi tecnici i quali, entro certi limiti, possono conservarsi costanti anche in due tipi di società, in cui le condizioni della proprietà e i fenomeni della distribuzio-

ne siano diversi. Così, ad esempio, una data scoperta scientifica avrà sempre per effetto di accrescere colle sue applicazioni pratiche, la produttività, e di accrescerla in una data misura, tanto in una organizzazione sociale basata sulla schiavitù, quanto in una società basata sul salariato; tanto in una organizzazione sociale caratterizzata dalla proprietà privata dei mezzi di produzione, quanto in una società caratterizzata dalla proprietà collettiva degli stessi.

Diversa invece è la condizione dei fenomeni distributivi. Senza dubbio non si può distribuire se non quello che è stato prodotto; ed in questo senso la produttività è una delle premesse anche di tutta la distribuzione. Tuttavia, una volta ammesso un dato quantitativo di produzione, questo quantitativo potrà ripartirsi nelle proporzioni più diverse fra coloro che lavorano e coloro che possiedono il capitale, a seconda delle più diverse circostanze.

X. — *I divari fra il grado di produttività del capitale e del lavoro e la misura dei rispettivi compensi.*

Per dimostrare che altro è il grado di produttività del capitale e del lavoro ed altra la misura dei rispettivi compensi, poche osservazioni basteranno,

Quanto al capitale, ed anche ammettendo per un momento l'errore di considerare l'interesse come l'unica forma del suo reddito (dimenticando così la rendita della terra ed il profitto), è facile rilevare che, per esempio, a parità della produttività generale, l'interesse è più basso nei paesi, o per un medesimo paese nei momenti, in cui l'offerta del capitale è più abbondante rispetto alla domanda, e più alto nei paesi e nei momenti in cui la stessa offerta è più scarsa; è maggiore dove i rischi risultano più forti e minore dove il rischio praticamente non esiste; e più elevato per gli impieghi da cui si aspettano maggiori guadagni, e meno elevato per gli altri, etc.

Quanto al lavoro, intercede senza dubbio un certo rapporto fra il suo compenso e la sua produttività: nel senso che, per ogni dato mestiere, sono più bassi i salari dei lavoratori meno

produttivi, e, secondo una certa scala ascendente, più alti i salari dei lavoratori più produttivi. Ma questo non significa che i salari inferiori corrispondano realmente all'intera produttività del lavoro meno utile, e che i salari superiori corrispondano realmente a tutta la produttività differenziale del lavoro più utile.

A produttività eguale i salari saranno più elevati dove gli operai avranno una organizzazione di resistenza più perfezionata, e, più in generale, una maggiore influenza sulla società e sullo Stato. Così, per citare altri ordini di fatti, a produttività eguale, i salari saranno più alti quando l'offerta del lavoro risulterà minore rispetto alla domanda, o quando negli anni di prosperità saranno più elevati i profitti degli imprenditori, o per tante altre cagioni che non è qui il caso di elencare partitamente.

Più ancora, se e quando i mezzi di produzione si trasferiscano dalle mani dei privati nelle mani dello Stato o di organi parastatali, la distribuzione cambia completamente di carattere, nel senso che quella parte del prodotto che prima andava agli antichi proprietari degli stessi mezzi, va allo Stato e può restare così indirettamente devoluta a vantaggio dei soli lavoratori, sempre quando questi ultimi abbiano lo Stato nelle loro mani. Nell'ultima ipotesi, insomma, cessa il dualismo della distribuzione; l'intero risultato della produttività, passa, per via più o meno mediata, a coloro che nelle precedenti condizioni non ne potevano ottenere se non una parte.

XI. — *Capitale e lavoro; proprietari e salariati.*

Per strappare ogni velo alla teoria che combattiamo, basta usare un accorgimento di cui ci siamo serviti altre volte; basta sostituire al termine astratto: « capitale », il termine concreto: « proprietari di capitale », ed al termine astratto: « lavoro », il termine concreto: « lavoratori ».

Il capitale non è un ente dotato di volontà e di bisogni, il quale possa e debba pretendere a qualsiasi quota del prodotto: esso è semplicemente un insieme di beni materiali, dal cui uso

conseguono determinati effetti produttivi. Poichè i fenomeni della distribuzione avvengono solo fra uomini, il capitale, come tale, è completamente irresponsabile o neutro di fronte ai fenomeni predetti. Uomini in carne ed ossa sono invece i proprietari del capitale. Essi veramente hanno, in una determinata società, la forza ed il diritto di pretendere per sè una parte del prodotto complessivo, in quanto al ricavo di tale prodotto hanno appunto contribuito coll'apporto del loro capitale. Similmente basta osservare che il resto del prodotto va non al lavoro, ma ai lavoratori, per riconoscere che questi ultimi — esseri anche essi viventi — possono ottenere le più diverse quote del prodotto, a seconda di molte circostanze, intorno alle quali abbiamo già portati vari esempi, e delle quali è categoria importantissima la situazione, non soltanto economica, ma anche politica e sociale dei lavoratori medesimi.

Sostituendo dunque alle astrazioni « capitale » e « lavoro » le realtà concrete e viventi che vi stanno sotto, si scorge subito che gli uomini interessati all'uno od all'altro dei due grandi coefficienti della produzione, si divideranno il prodotto al quale concorrono col contributo rispettivo, secondo quei criteri multiformi, ed in base a quel rapporto delle rispettive forze sociali, la cui complessità supera di gran lunga i semplici fenomeni tecnici della produttività, e di cui abbiamo dato appunto alcuni esempi più sopra.

In sostanza la teoria della produttività rappresenta, sotto l'aspetto che c'interessa, il tentativo di spiegare la presente distribuzione della ricchezza con leggi tecniche legate a categorie economiche astratte, ed indipendenti dalla volontà e dalla responsabilità umane. In tal modo la distribuzione stessa rimane sottratta alla mutabilità della storia, e nello stesso tempo coonestata colle ragioni dell'inevitabilità.

XII. — *I fenomeni della produzione e della distribuzione nel pensiero dello Stuart-Mill.*

Volendo interpretare i fenomeni della distribuzione coi soli

fenomeni della produzione, la scuola della produttività marginale ha battuta una falsa strada, ed ha dato quindi un colpo di arresto allo sviluppo della scienza economica. Anche nei limiti delle concezioni ortodosse questo sviluppo avrebbe potuto invece continuare, se non si fossero dimenticati gli insegnamenti dello Stuart-Mill.

Nelle ultime elaborazioni dei suoi « Principii », e più precisamente all'inizio del Libro II, John Stuart-Mill aveva osservato: « ... Le leggi e le condizioni della produzione della ricchezza partecipano del carattere di verità fisiche. Non c'è in esse opzione od arbitrio. Qualunque cosa gli uomini producano, deve venir prodotta nei modi e sotto le condizioni imposte dalla costituzione dei beni esterni e dalle intime proprietà della loro stessa struttura fisica e mentale. Piaccia o non piaccia agli uomini, le loro produzioni saranno limitate dall'ammontare delle preventive accumulazioni, e, una volta determinate queste ultime, saranno proporzionali alla loro energia, alla loro abilità, alla perfezione del loro macchinario, all'uso giudizioso dei vantaggi del lavoro organizzato... Non avviene così della distribuzione della ricchezza. Questa è materia soltanto delle umane istituzioni. L'umanità, o individualmente o collettivamente, può agire come vuole sui beni esistenti... In uno stato sociale... ogni disposizione su qualunque di essi può aver luogo soltanto col consenso della società, o, meglio, di coloro che dispongono di una forza attiva... Perciò la distribuzione della ricchezza dipende dalle leggi e dagli usi della società. Le relative regole... sono molto diverse in differenti periodi ed in differenti paesi, e possono diventare ancor più differenti, se l'umanità lo voglia... »

Le considerazioni dello Stuart-Mill rappresentano pur oggi — anche per la loro origine ortodossa — la miglior risposta metodologica alla scuola della produttività marginale. Esse dimostrano l'errore e la capziosità della tendenza che mira a sottrarre i fenomeni della distribuzione all'influsso delle istituzioni sociali e della proprietà, per ricollegarli direttamente a condizioni tecniche meno opinabili e meno mutevoli.

XIII. — *Il contributo complementare ed inseparabile del capitale e del lavoro ai fini della produzione.*

La teoria che combattiamo va alla ricerca di un procedimento che consenta di determinare quale è la parte del prodotto complessivo dovuta al capitale (come quella dovuta al lavoro), e a dimostrare che l'interesse corrisponde appunto a tale parte (come il salario alla parte restante).

Senonchè si può in linea pregiudiziale osservare che l'impresa è condannata al fallimento, perchè logicamente e tecnicamente impossibile. In quanto concorrano insieme ai risultati di una stessa azienda, il capitale ed il lavoro rappresentano due beni (o meglio due insiemi di beni) che sono complementari fra loro, ed i cui effetti non possono quindi nè distinguersi nè separarsi.

Come pretendere di stabilire se alla formazione dell'acqua contribuisca più l'idrogeno o l'ossigeno? Entrambi vi concorrono in determinate proporzioni, ed il risultato, l'acqua, costituisce un corpo nuovo, che è diverso dai suoi componenti e di cui non si può affermare che una parte sia da attribuirsi piuttosto all'uno che all'altro dei componenti stessi. Così, se con una forbice si taglia una pezza di tela, è impossibile dire che il taglio sia attribuibile piuttosto all'uno che all'altro coltello della forbice, nè quale parte del risultato sia da imputarsi all'uno e quale all'altro. Analogamente se con una certa quantità di carbon fossile ed una stufa di una certa grandezza si produce in inverno una temperatura di 17 gradi in un locale di una data capienza, riesce impossibile attribuire questo rialzo di temperatura più alla stufa che al carbone, e quindi anche impossibile dire che, per esempio, al carbone spettano i $\frac{2}{3}$ del risultato stesso, ed alla stufa il rimanente terzo.

Applicando lo stesso ragionamento ai rapporti fra capitale e lavoro, il prodotto complessivo ricavato in una data azienda col concorso di un capitale di 300.000 lire e di una maestranza di 30 uomini, rappresenta un risultato che è diversissimo dai suoi coefficienti, e che non è imputabile più all'uno che all'altro, oppure imputabile all'uno per $\frac{2}{5}$ ed all'altro per gli altri $\frac{3}{5}$. Tan-

to è vero che praticamente tutti considerano quel certo quantitativo di merce così ricavata, come un prodotto dell'azienda, cioè come il prodotto non già della maestranza o del capitale, ma della combinazione dei vari fattori della produzione in quelle determinate proporzioni. L'uso comune dei termini sanziona così il fatto che il quantitativo della mercè ottenuta, poniamo, in un anno, rappresenta l'effetto di una combinazione la quale costituisce qualcosa di nuovo e di diverso dai suoi singoli componenti, ed alla quale pertanto lo stesso quantitativo va imputato nella sua totalità inscindibile.

XIV. — *Utilità decrescente e produttività decrescente; utilità marginale e produttività marginale.*

Ma si ammetta anche — sia pure per un solo momento — che il fine propostosi dalla teoria di cui ci stiamo occupando fosse astrattamente raggiungibile. Quale è il procedimento di cui essa si serve per tentar di determinare l'interesse « naturale », considerato come remunerazione propria della produttività « marginale » del capitale?

È noto che sia nella espressione della scuola edonistica, sia in quella della scuola austriaca, sia in quella del Clark, etc., il valore dei prodotti sarebbe determinato dalla loro utilità marginale, cioè dall'utilità dell'ultima loro dose. Contro tale teoria abbiamo motivata in altri studi la nostra più precisa opposizione. Non è il caso che ci ripetiamo ora, tanto più che la trattazione di un tale oggetto ci porterebbe fuori dal campo circoscritto delle presenti ricerche.

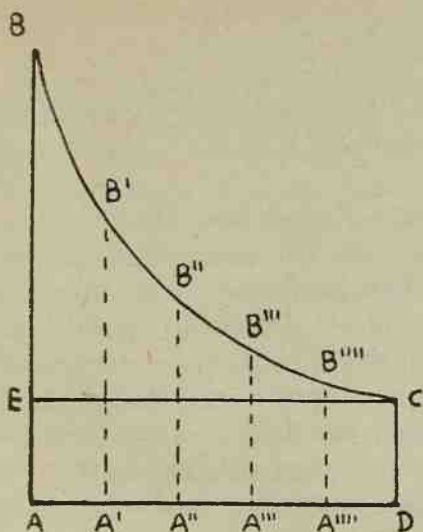
Ci limiteremo a rilevare che la dottrina della produttività marginale o finale, concepita come misura del prodotto spettante al capitale (interesse) e del prodotto spettante al lavoro, costituisce in sostanza una estensione ai rapporti fra capitale e lavoro, della legge della utilità marginale. E come quest'ultima si basa sul principio della cosiddetta utilità decrescente — e cioè sul principio che ogni successiva dose di uno stesso bene presenterebbe per il consumatore una utilità minore della dose prece-

dente — così la legge della produttività marginale si basa sul principio della produttività decrescente: principio secondo il quale ogni successiva dose di capitale applicata alla stessa quantità di lavoro od ogni successiva dose di lavoro applicata alla stessa quantità di capitale, darebbero un prodotto aggiuntivo inferiore al prodotto aggiuntivo rappresentato rispettivamente dalla dose anteriore.

XV. — *La teoria della produttività marginale ed il suo meccanismo.*

Più precisamente la teoria che combattiamo, partendo dalla considerazione di una certa quantità fissa di lavoro — per esempio, del lavoro di 5 operai — esamina cosa accada quando essa venga applicata a quote aumentanti di capitale. Per effetto della produttività decrescente, il prodotto ottenuto colla seconda unità di capitale sarà minore di quello relativo alla prima; il prodotto colla terza minore di quello relativo alla seconda e così via. Supponiamo che alla quinta dose, l'incremento del prodotto sia tale, per cui il suo valore eguagli il solo valore del salario percepito dal 5° operaio, cioè dall'operaio marginale. A questo punto il prodotto marginale coinciderà col salario marginale, e corrisponderà alla produttività del solo lavoro; mentre le eccedenze lasciate fino a quel punto dalle varie dosi di capitale e misurate dalle differenze fra il maggior valore del prodotto ed il valore del salario marginale, rappresenteranno l'effetto dell'apporto del capitale, misureranno la sua produttività, e dovranno essergli attribuite sotto forma di interesse.

Uno degli autori che con maggiore chiarezza ha sostenuta la dottrina da cui dissentiamo, è stato il Clark nella sua famosa « Distribuzione della ricchezza », opera che ha esercitata una influenza profonda sugli economisti del Nord America. Attenendoci dunque, ora ed in seguito, alle sue formulazioni, cominciamo col riprodurre una delle rappresentazioni di cui egli si serve nel Capitolo XIII, § 4, facendola seguire dai suoi stessi commenti:



« Facciamo che il lavoro sia l'elemento fisso, e poniamo che il capitale sociale aumenti... A B C D sia il prodotto totale. AB sarà il prodotto della prima unità di capitale, A' B' il prodotto della seconda, A'' B'' quello della terza e DC quello dell'ultima. Un'unità di capitale che si aggiunga, senza che aumenti il lavoro, alla combinazione produttiva, accresce il prodotto della somma DC, la quale può venire attribuita ad una qualunque delle unità del capitale, considerate separatamente... Se l'unità finale del capitale produce la somma DC, essa riceverà questa somma sotto forma di interesse; e certamente nessun'altra unità può ricevere di più. AECD sarà la somma totale di interesse ed EBC sarà una eccedenza, ma una eccedenza che si deve causalmente attribuire al lavoro, ed al lavoro soltanto » (1).

(1) Il ragionamento si può invertire ed estendere al lavoro quando, invece di tener fissa la quantità del lavoro medesimo e di far variare la quantità del capitale, si tenga fissa la seconda e si faccia variare la prima. Sempre in conseguenza della produttività decrescente, il secondo operaio darà luogo ad un prodotto tale che, congiunto al precedente, lo farà aumentare di meno del doppio; il terzo operaio darà luogo ad un prodotto la cui somma cogli altri due sarà più distante dal triplo, di quanto il prodotto dei due primi fosse inferiore del doppio, e così di seguito. Verrà un operaio, per esempio, il quinto, il quale aggiungerà al valore precedente il solo valore del proprio salario. Questo operaio sarà l'operaio marginale. Il suo salario corrisponderà alla produttività del solo lavoro, e nello stesso tempo fisserà anche la misura del salario di tutti gli operai precedenti, analogamente a quanto avviene per l'utilità marginale dei beni, per la quale il valore dell'ultima dose fissa il valore anche delle dosi anteriori. Questi ragionamenti sono evidentemente passibili, *mutatis mutandis*, di tutte le obbiezioni svolte nel testo.

XVI. — *La legge della produttività decrescente e la legge delle proporzioni definite.*

È dunque chiaro il procedimento usato dalla teoria che combattiamo. Esso consiste nel tener ferma la grandezza di uno dei due coefficienti della produzione, o il capitale o il lavoro, e nel far variare la grandezza dell'altro (rispettivamente il lavoro od il capitale). E un dato di comune esperienza che in tal caso le successive quantità di produzione vanno diminuendo (1).

Ma il fenomeno non deriva da una produttività decrescente che si verifichi in ogni caso come una legge superiore alla volontà umana, e quindi inevitabile. La produttività diminuisce semplicemente perchè si è fatto un cattivo uso dei varii coefficienti della produzione, perchè non si è tenuto nel debito conto la legge delle proporzioni definite.

Secondo questa ultima legge, per ottenere il maggior prodotto ed il maggior reddito netto, i coefficienti della produzione vanno combinati fra loro in base a determinati rapporti di grandezza: rapporti che variano secondo l'altezza dei prezzi di vendita e dei prezzi di costo, secondo i progressi della tecnica, etc.,

(1) Si osservi poi che in pratica la minuta divisibilità dei beni che compongono il capitale — condizione necessaria per poter aggiungere ad un determinato quantitativo di lavoro, « dosi » successive e piccole del capitale medesimo — si verifica raramente, almeno in rapporto alle singole imprese. Il capitale monetario di ogni impresa va trasformato in beni reali. Ma questi beni hanno grandezze determinate, sotto cui non si può andare. Si considerino ad esempio le macchine necessarie ad una certa azienda. Ciascuna di esse costituisce una unità tecnica ed economica assolutamente inscindibile. Non si può acquistare un quarto di macchina, od una macchina ed un quarto. Bisognerà dunque, a seconda della grandezza della impresa, comperarne o una, o due, o tre, etc. Quanto maggiore sarà il prezzo di ciascuna di esse, tanto meno « infinitesimali », saranno le « dosi » di capitale che esse rappresenteranno. Se una macchina costa poniamo 250.000 lire, questa somma non sarà infinitesimale nel suo insieme, nè tanto meno potrà distinguersi in dosi più piccole, o infinitesimali d'ordine superiore. Ognuna di queste macchine alla lor volta, in ragione della loro potenzialità, delle ore del loro funzionamento, etc., trasformeranno quantità determinate di materie prime, consumeranno quantitativi determinati di energia, di lubrificanti, etc. etc. Ecco dunque che queste materie prime, queste energie, questi lubrificanti, mentre sarebbero astrattamente divisibili in quote relativamente assai più piccole che non il macchinario, cessano in pratica di esserlo in ragione stessa dei precisi usi tecnici ed economici cui debbono servire. Insomma, come esiste la legge delle proporzioni definite nei rapporti fra i vari coefficienti della produzione, così esiste anche la legge delle quote definite per rispetto all'insieme di ogni singolo coefficiente. In sostanza si tratta di due aspetti diversi e collegati dello stesso fenomeno.

ma che, ad ogni data condizione del mercato delle merci e dei servizi e ad ogni dato stadio delle conoscenze, risultano determinati. Non si può accrescere arbitrariamente il numero dei contadini applicati alla terra senza aumentare congruamente anche la superficie coltivata, così come non si può accrescere il numero delle macchine in uno stabilimento e più in generale allargare le dimensioni della impresa, senza aumentare in date misure anche il numero degli operai, dei tecnici, etc

Da questo punto di vista la legge del rendimento decrescente entra in funzione, precisamente in quanto non sia stata rispettata la legge delle proporzioni definite: in quanto cioè non sia stata raggiunta quella combinazione tra i vari coefficienti, che sola può assicurare — date le altre condizioni — il risultato più conveniente,

Il procedimento usato dalla teoria che combattiamo è dunque irrealistico ed antieconomico. Esso pretenderebbe convertire la società economica effettiva in un laboratorio di esperienze basate su curiosità irrazionali. Potranno taluni economisti sfaccendati ricercare i prodotti ed i valori decrescenti che oltre un certo punto si ottengono quando, tenendo arbitrariamente ferma la grandezza di uno dei coefficienti della produzione, si faccia variare successivamente quella dell'altro. Ma gl'imprenditori, che nella società moderna rappresentano i propulsori delle leggi dell'economia, non perdono certo il loro tempo in simili indagini. Quelle che a loro premono non sono le eventuali applicazioni della produttività decrescente; sono le applicazioni ed i risultati delle proporzioni definite, ed è di queste che vanno in cerca, soltanto di queste.

XVII. — *La teoria della produttività decrescente e l'impossibilità di discriminare il prodotto del capitale ed il prodotto del lavoro.*

Il processo escogitato dalla dottrina della produttività decrescente serve almeno a discriminare, secondo le sue intenzioni, quello che dovrebbe essere il prodotto specifico del capitale da

quello che dovrebbe essere il prodotto specifico del lavoro? No, assolutamente no.

La teoria da cui dissentiamo, allorchè tiene ferma, per esempio, la quantità del lavoro e fa variare per successive dosi crescenti la quantità del capitale, ottiene una serie di prodotti e di valori, ciascuno dei quali, qualunque sia la sua grandezza, resta sempre il risultato del concorso indissolubile e del lavoro e del capitale. In principio i valori sono decrescenti, ma positivi, fino a che, oltre ad un certo punto, risolvendosi le ulteriori combinazioni non in guadagni decrescenti ma in perdite crescenti, diverranno negativi. Fra i valori che si avvicinano allo zero, vi sarà anche quello per cui il valore del prodotto eguaglia appena il valore del salario.

Ma, anzitutto, questo valore non è affatto un valore marginale. Esso è semplicemente uno dei tanti valori compresi nella serie, ed in ogni caso non sarebbe certo il valore fino al quale gli imprenditori si spingerebbero realmente. Essi si fermerebbero prima, per assicurarsi un guadagno maggiore. Inoltre, il fatto che il valore medesimo eguagli il solo valore del salario del lavoro, non giustifica in alcun modo l'affermazione che dunque esso rappresenti il prodotto del solo lavoro. Un tale fatto significa semplicemente che, fra tante combinazioni di lavoro e di capitale ottenute nel modo arbitrario che sappiamo, ve n'è una, la cui grandezza è quella indicata.

Questa grandezza è dunque anch'essa il risultato del concorso — non importa se organizzato irrazionalmente — e del lavoro e del capitale. Tanto è vero che i valori successivi diminuiscono ancora, ed acquistano poi, oltre un certo punto, il segno zero, perchè si continua a tener fermo il coefficiente lavoro e ad accrescere il coefficiente capitale.

Insomma il prodotto-valore cosiddetto marginale è tanto poco il prodotto del solo capitale o del solo lavoro, ed è tanto poco imputabile soltanto all'uno od all'altro, che esso fa parte di tutta una serie di termini, la quale è appunto ottenuta colla continua combinazione — sia pure secondo rapporti irrazionali — e del lavoro e del capitale.

XVIII. — *La parte vera della teoria del Wicksell sull'interesse di equilibrio.*

Se la dottrina della produttività marginale manca di un serio fondamento, la teoria del Wicksell — che basa su di essa il concetto dell'interesse « naturale » — risulta anche per questa ragione insostenibile. Cade così tutto il pernio su cui poggia la concezione Wickselliana dell'interesse di equilibrio.

In sostanza la sola parte vitale della costruzione del Wicksell può venire così riassunta. Una volta che l'altezza dell'interesse esercita una influenza sui prezzi delle merci e quindi anche sui margini degli imprenditori, le Banche centrali, se vogliono ottenere una relativa stabilità nel livello generale dei prezzi, devono abbassare il saggio dell'interesse quando questo sia così alto da deprimere troppo i prezzi ed i margini, e deve invece elevarlo quando esso sia così basso da inasprire troppo i prezzi e da allargare troppo i margini. Ciò che costituisce il saggio di equilibrio dell'interesse, vale a dire il saggio intorno a cui si aggireranno le variazioni del saggio corrente, sarà allora quel certo saggio nè troppo alto nè troppo basso, che di volta in volta sembrerà esercitare una maggiore azione stabilizzatrice sui prezzi.

Diciamo « una azione stabilizzatrice » poichè, in base alle stesse opinioni del Wicksell da noi esposte a suo tempo, qualunque saggio dell'interesse esercita per definizione un'influenza sui prezzi delle merci. Talchè questa influenza non può e non deve venir negata neppure al saggio di equilibrio, inteso come sopra. Al detto saggio potrà soltanto attribuirsi l'azione che varrà ad attenuare quella troppo stimolatrice o troppo deprimente degli altri saggi, rispettivamente più bassi o più alti.

Ridotta a tali proporzioni, la teoria dell'interesse dell'equilibrio del Wicksell coincide in gran parte coi principii che regolano tradizionalmente il saggio dello scontro delle grandi Banche: principii di cui dovremo occuparci in uno dei successivi Capitoli.

CAPITOLO IV.

LE TEORIE DEL KEYNES SULL'INTERESSE DI EQUILIBRIO.

I. — *Le prime teorie del Keynes e la stabilità del livello generale dei prezzi.*

Il Keynes ha esposto le proprie dottrine in due opere successive: anzitutto nel « Trattato della moneta » uscito nel 1930, e poi nella « Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse, e della moneta » pubblicato durante il 1936. Con quella rapidità di elaborazione e di trasformazione che gli è propria, l'economista inglese ha abbandonato o corretto profondamente nella sua seconda opera le idee principali esposte nella prima, talchè le dottrine svolte nel « Trattato » possono presentare oggi una importanza attuale, solo se vengano considerate in relazione a quelle della « Teoria generale » etc., e concepite come un punto di partenza atto a far meglio comprendere il processo che ha condotto a queste ultime.

Nel suo « Trattato della moneta » il Keynes ammette più o meno esplicitamente — in pieno accordo su questo punto col Wicksell — che in materia di prezzi il fine economico più conveniente per il complesso della società sia la stabilità del loro livello generale. Egli cerca dunque di fissare e di rappresentare poi con formole quali siano le condizioni per siffatta stabilità: in altri termini, quali siano le condizioni per l'equilibrio del potere d'acquisto della moneta.

II. — *Le antiche equazioni del Keynes.*

Allo scopo predetto, e dopo tutta una serie di convenzioni spesso arbitrarie, il Keynes giunge a due equazioni fondamentali. La prima esprimerebbe le relazioni da cui dipende il livello dei prezzi dei soli beni di consumo, ed indicherebbe le condizioni alle quali è legata la stabilità del potere d'acquisto della moneta. La seconda invece esprimerebbe le relazioni da cui dipende il livello dei prezzi di tutti i beni, e cioè il livello dei prezzi non solo dei beni di consumo propriamente detti, ma anche dei beni di investimento («Trattato della moneta», Vol. I, Capitolo X).

Più che di vere equazioni nel senso matematico della parola, si tratta di semplici identità, le quali, mentre si riallacciano alle analoghe formulazioni di cui precedenti economisti si erano serviti per meglio illustrare la teoria quantitativa della moneta, ne differiscono nel senso di voler chiarire e separare quei fattori attraverso i quali il processo causale opera nella presente economia. Esse infatti introducono attraverso al fenomeno monetario la considerazione dei beni di consumo e dei beni di investimento, nonchè quella della grandezza degli investimenti e del risparmio collettivi: riallacciando così il livello generale dei prezzi a fenomeni più profondi di quelli sino allora esaminati.

Le formole del Keynes sono state tuttavia oggetto di molte e vivaci critiche, fra le quali notevolissime quelle dell'Hawtrey. Una delle principali fra tali critiche si riferiva alle premesse ed alle definizioni — le une e le altre troppo arbitrarie — su cui esse si fondavano.

Ma le ricordate critiche sono ormai superate dal fatto che lo stesso autore delle equazioni contestate, vi ha rinunciato nella sua nuova opera.

III. — *Le recenti dottrine del Keynes sul massimo dell'occupazione.*

Occorre premettere che i fini che il Keynes si propone nella

sua « Teoria generale » etc., sono diversi e più ampi di quelli che si era prefisso col suo « Trattato della moneta ». Nel « Trattato » egli aveva esaminati gli aspetti principalmente monetari dell'equilibrio economico, ed inoltre li aveva esaminati indipendentemente dai grandi problemi sociali della distribuzione della ricchezza e dell'impiego della mano d'opera. Invece nella sua « Teoria generale » etc., egli studia i lati « reali » e più profondi dell'equilibrio economico, preoccupandosi soprattutto del problema della disoccupazione e dei mezzi atti ad assorbirla, od a ridurla, quanto meno, al minimo.

Sta ad ogni modo il fatto che nella sua nuova opera il Keynes abbandona le precedenti formole; e le abbandona, non tanto e non solo perchè esse non servono più ai fini più larghi che si propone, ma anche e soprattutto perchè riconosce troppo arbitrarie e capziose le premesse e le definizioni su cui esse si basavano.

IV. — *Le recenti correzioni del Keynes alle sue antiche premesse.*

Nel « Trattato » egli aveva compresa fra le entrate della società la remunerazione « normale » degli imprenditori, eliminandone completamente i profitti (o le perdite) di congiuntura: cioè quelli che sono i margini positivi o negativi che più caratterizzano la situazione degli imprenditori stessi in una economia dinamica. (Si confronti il Volume I, specialmente ai Capitoli IX, § 1; e XI, § 1).

Invece nella « Teoria generale » egli riconosce che una definizione delle entrate, dalla quale i profitti o le perdite di congiuntura restavano eliminati, era troppo lontana dall'uso corrente dei termini, e generava infinite confusioni, e di conseguenza addotta una nuova concezione dei redditi, per cui non sia più necessaria l'eliminazione lamentata. (Si veda specialmente il Capitolo VI, § 1, ed il Capitolo VII, § 3).

V'ha di più. Nel suo « Trattato » il Keynes aveva ammessa la possibilità che il risparmio collettivo, cioè l'ammontare del

risparmio riferito alla intera società, fosse diverso dall'ammontare dell'investimento parimenti collettivo. In un certo senso era, questa, la conseguenza di una definizione dell'entrata collettiva, che prescindeva dai profitti e dalle perdite degli imprenditori. Infatti si aveva un eccesso del risparmio sull'investimento quando gli imprenditori subivano una perdita sui loro investimenti (perdite di congiuntura), ed erano perciò portati a diminuire il volume di questi ultimi, mentre si aveva un eccesso dell'investimento sul risparmio nel caso opposto, cioè nel caso dei profitti di congiuntura (« Teoria generale », Capitolo VII, § 3).

Invece nella sua nuova opera, una volta ripresa la concezione più usuale dell'entrata, il Keynes può riconoscere più facilmente che una differenza fra ammontare del risparmio ed ammontare dell'investimento, se sembra possibile finchè si consideri ogni singolo individuo, non appare vera nello stesso modo quando si esamini l'intera collettività (« Teoria generale », Capitolo VII, spec. § 5).

La dimostrazione del Keynes su questo punto non risulta completamente chiara, specie se posta in relazione con una delle idee più fondamentali dello stesso suo libro: e cioè coll'idea che per ogni individuo altro è risparmiare ed altro è investire. Per renderla più sostenibile bisogna tener conto anche del fatto che per ogni singola persona il risparmio e l'investimento si presentano sotto forma monetaria, mentre quando si consideri la intera società, il risparmio e l'investimento si presentano nella consistenza di veri e propri beni reali (terreni, macchine, materie prime etc.). Il rapporto tra risparmio ed investimento risulta allora identico « potenzialmente », nel senso che tutti i beni reali risparmiati sono pronti per l'investimento; ma si presenta anche come passibile di divergenze « attuali », nel senso che i singoli, i cui risparmi vengono fatti in moneta — bene indeperibile e più facilmente scambiabile con ogni altro — possono effettivamente investire soltanto una parte più o meno grande di questo loro risparmio monetario.

V. — *Il saggio d'equilibrio dell'interesse nelle prime teorie del Keynes.*

Vediamo ora come la concezione dell'interesse in genere, e dell'interesse di equilibrio in ispecie, funzioni nel sistema del Keynes.

Nel suo « Trattato » il Keynes ha ancora dell'interesse la concezione classica. L'interesse è sempre per lui un premio destinato a suscitare il risparmio: tale, quindi, che, se è più alto, tende a far aumentare il risparmio medesimo, e, se è più basso, tenda a farlo diminuire. (Vol. 1, specialmente Capitolo XI, § 2). Ora questa correlazione agirebbe in modo decisivo sulle due equazioni che vedemmo essere state formulate nel « Trattato », e specialmente sulla seconda,

Senza entrare nel merito, consta quest'ultima di due termini, di cui il secondo esprime il rapporto fra il saggio degli investimenti (incremento netto presentato entro una data unità di tempo dal capitale della collettività) ed il saggio dei risparmi (incremento netto presentato dal risparmio entro la stessa unità di tempo). Un elevamento del saggio dell'interesse tenderà dunque a far abbassare il saggio degli investimenti. Infatti, poichè il valore dei beni capitali dipende dal tasso d'interesse al quale il loro reddito viene capitalizzato, un rialzo del saggio dell'interesse, diminuendo tale valore, scoraggerà gli investimenti. Contemporaneamente, data la relazione fra aumento dell'interesse ed aumento del risparmio, un elevamento del primo provocherà un incremento del secondo. Diminuendo, così, la grandezza del primo termine del rapporto fra investimenti e risparmio ed aumentando la grandezza del secondo, il valore del rapporto viene necessariamente a ridursi. Siccome poi il rapporto predetto costituisce uno dei due termini dell'equazione relativa al livello dei prezzi, la sua contrazione importa necessariamente una diminuzione del valore totale dell'equazione, e quindi una discesa del livello generale dei prezzi.

Con un ragionamento inverso si può sostenere che una riduzione del saggio dell'interesse tende per contro a far elevare il

valore del rapporto fra investimenti e risparmi, ed a far pertanto salire il livello generale dei prezzi.

VI. — *Le prime teorie del Keynes ed i loro asseriti rapporti colle idee del Wicksell.*

Sempre nello stesso « Trattato » il Keynes si è occupato a lungo anche delle teorie del Wicksell.

Egli ha sostenuto che tali teorie possono e debbono venir interpretate in istretto accordo colle sue stesse dottrine, anche se il Wicksell non sia arrivato a trovare il vero anello di congiunzione fra il tasso dell'interesse e le equazioni del livello dei prezzi (Capitolo XIII, § 1 e 3).

Secondo il Keynes, il saggio « naturale » dell'interesse di cui parla il Wicksell si può anche definire come quel saggio al quale il risparmio e gli investimenti si trovano in equilibrio, ed al quale pertanto il valore del loro rapporto, cioè del secondo termine della equazione dello stesso Keynes, è eguale allo zero (Capitolo XI, § 2, e Capitolo XIII, § 3). Il tasso di mercato dell'interesse sarebbe invece quello che di volta in volta prevale nei fatti, ed il cui divario dal tasso « naturale », determinando nel secondo termine della equazione un valore diverso dallo zero, tende ad alterare il livello generale dei prezzi. Il tasso naturale dell'interesse così inteso sarebbe dunque senz'altro il tasso di equilibrio.

Molte obiezioni si potrebbero muovere a queste idee del Keynes, ed in particolare al suo tentativo di agganciarle alle dottrine del Wicksell. Ma una tale discussione è anch'essa ormai superata dai fatti. La successiva rinuncia del Keynes ai concetti ed alle definizioni che stanno a base delle sue equazioni, doveva portarlo necessariamente all'abbandono anche di quelle opinioni sull'interesse « normale » e di equilibrio che ne erano in gran parte la conseguenza.

VII. — *Le nuove concezioni del Keynes sull'interesse.*

Nella sua « Teoria generale » il Keynes, staccandosi definitivamente dalla scuola classica, addotta una concezione tutta personale dell'interesse. Questa concezione è stata da noi criticata largamente nel Capitolo II del nostro studio: « Il risparmio e l'interesse nella grande industria bancaria ».

Non è dunque il caso di ripeterci¹. Basterà qui ricordare che secondo la nuova opera del Keynes, il saggio dell'interesse e la sua altezza non hanno influenza sulla quantità del risparmio. Qualunque sia l'altezza dell'interesse, il risparmio individuale, a parità delle altre condizioni, si verificherebbe lo stesso, ed in misura all'incirca eguale. L'interesse è soltanto necessario per vincere nel risparmiatore la tendenza alla « liquidità »; in altri termini, la tendenza a conservare il risparmio monetario in forme di immediata disposizione, piuttosto che impegnarlo per un tempo più o meno lungo in investimenti veri e propri (Capitolo XIII). La diversa altezza del saggio dell'interesse eserciterebbe una influenza solo in rapporto alla predetta tendenza alla « liquidità ». Se l'interesse è basso, i risparmiatori saranno portati a conservare in forme liquide, sottraendola agli investimenti che non offrono un sufficiente compenso, una parte maggiore dei loro risparmi. Se invece l'interesse si eleva, i risparmiatori saranno portati a conservare in forma liquida una quota minore dei loro risparmi, e ad impiegarne una maggiore negli investimenti che, a cagione appunto del rialzo dell'interesse, assicurano loro un reddito maggiore (citato Capitolo XIII). La varia altezza dell'interesse sarebbe così un regolatore, non già della quantità originaria e complessiva del risparmio, ma semplicemente della sua ripartizione tra forme liquide e forme non liquide.

VIII. — *Il saggio d'equilibrio dell'interesse nelle nuove concezioni del Keynes.*

Naturalmente anche data una simile concezione dell'inte-

resse, si può sempre ricercare quale sia il saggio di equilibrio in vista di determinate condizioni e di fini prefissati. È quello appunto che il Keynes continua a fare nel suo nuovo volume.

Senonchè, avendo egli abbandonato, come abbiamo visto, le sue precedenti equazioni ed avendo soprattutto di mira nel suo ultimo libro scopi ben diversi e più profondi di quelli propri del « Trattato », anche l'equilibrio di cui egli va nuovamente in cerca e conseguentemente il correlativo saggio dell'interesse, non possono non essere differenti. Rinunciando fra l'altro completamente (Capitolo XVII, § 6) al concetto di saggio « naturale » dell'interesse quale egli aveva derivato — sia pure con grandi modificazioni — dal Wicksell e sostenuto nel suo « Trattato », egli va alla scoperta, non più di un saggio incoraggiante lo *status quo* (come era appunto il suo anteriore saggio « naturale »), ma piuttosto di un tasso che permetta la transizione dello *status quo* ad una condizione migliore in conformità ai suoi nuovi scopi: la condizione cioè in cui l'occupazione sia massima.

La tesi fondamentale del suo nuovo libro è dimostrare che il criterio classico secondo cui la disoccupazione rappresenterebbe un fenomeno di squilibrio temporaneo, al quale si potrebbe rimediare con riduzioni dei saggi dei salari, risulta inadeguato ed inefficace. La disoccupazione è invece un fenomeno strutturale, il quale può manifestarsi anche in una situazione di equilibrio dei coefficienti della produzione, e che si può utilmente combattere soltanto col passaggio a nuove posizioni di equilibrio. Queste nuove posizioni sono raggiungibili, per reazione spontanea degli individui, o per l'intervento dello Stato e degli altri Enti pubblici. Nel primo caso i mutamenti potranno essere di due specie principali. O si avranno modificazioni nelle disposizioni psicologiche dei singoli individui, tali da stimolare la propensione al consumo e la disposizione ad impiegare una parte maggiore del loro reddito risparmiato, non in forme liquide, ma in investimenti veri e propri. O si verificheranno trasformazioni della tecnica o della organizzazione produttiva, atte ad accrescere la produttività marginale del capitale e quindi anche il rendimento degli investimenti. Oppure, in difetto di una reazione spontanea,

si avrà l'azione diretta dello Stato e degli altri Enti pubblici nel senso di accrescere gli investimenti, particolarmente con lavori pubblici.

Quale azione toccherà al saggio dell'interesse in questi passaggi da equilibri con minore occupazione ad equilibri con occupazione maggiore?

La sua funzione sarà quella di agire su una fra le grandezze da cui possono derivare gli equilibri più favorevoli: una sola, ma estremamente importante: l'investimento e le sue dimensioni. Come abbiamo visto più sopra, se il saggio dell'interesse è basso, il risparmiatore tenderà a diminuire la quota del proprio risparmio destinata agli investimenti; mentre, se è alto, tenderà ad aumentarla. D'altra parte, a parità delle restanti condizioni, quanto minore è il saggio dell'interesse tanto maggiore diventa l'investimento per opera degli imprenditori, e tanto minore la disoccupazione.

Ne segue che per ristabilire l'equilibrio tra i fattori della produzione in modo da consentire il massimo impiego alla mano d'opera disoccupata, è fra l'altro necessario che il saggio dell'interesse sia tenuto al più basso livello possibile, compatibilmente colla necessità di stimolare gli investimenti da parte dei risparmiatori.

Il saggio dell'interesse che concorre a tale risultato sarebbe, per le nuove concezioni del Keynes, il vero saggio di equilibrio, meglio ancora, l'interesse « ottimo ».

IX. — *Il problema della liquidità del risparmio e la sua irrilevanza pratica.*

Dato che anche su questa parte della materia, le precedenti idee hanno dovuto essere abbandonate dal loro stesso autore, la sola concezione del Keynes sul saggio d'equilibrio, la quale presenta oggi un valore « attuale », è quella che abbiamo testè riassunta. Esaminiamone dunque più da vicino la consistenza.

Le basi delle nuove idee dell'economista inglese intorno al tasso d'equilibrio, si ricollegano alla asserita influenza della diversa altezza del saggio dell'interesse sulla ripartizione del ri-

risparmio individuale fra quota liquida e quota di investimento. Le obiezioni al Keynes che abbiamo esposte nel Capitolo II del nostro studio: « Il risparmio e l'interesse » etc., avevano per oggetto le tesi da lui sostenute sulle cause dell'esistenza dell'interesse in genere, indipendentemente dalle sue varie altezze. L'esame della asserita funzione di queste ultime per rapporto alla distribuzione del risparmio varrà dunque a completare le critiche di allora. Naturalmente, data la connessione della materia, saranno inevitabili taluni richiami e talune parziali ripetizioni.

Abbiamo dimostrato nella sede ricordata che il problema della rinuncia alla liquidità va perdendo ogni importanza pratica in una organizzazione moderna degli affari. Man mano che il sistema bancario si sviluppa e si specializza: man mano che la Borsa allarga la propria sfera d'influenza, etc., tutte le specie degli investimenti — anche quelle ipotecarie — acquistano una commerciabilità sempre maggiore. Sotto la forma delle cambiali, delle azioni, delle obbligazioni, e di ogni altra qualità di titoli, qualsiasi investimento anche a lunga durata può essere facilmente e rapidamente realizzato dal suo autore. Insomma l'economia moderna elimina ogni precisa barriera fra impegno liquido e non liquido. Ogni investimento tende ad esser liquido, sia pure con certe differenze di rapidità nel tempo e di costanza di valore fra momenti diversi.

Se dunque l'interpretazione della esistenza dell'interesse in generale non può utilmente basarsi sopra un fenomeno che ha cessato di presentare una importanza effettiva, come si potrebbe sullo stesso fenomeno impennare la funzione del saggio dell'interesse per rapporto alla distribuzione del risparmio fra quota liquida e quota di investimento? Una volta che la quota investita tende sempre più a diventare liquidabile in ogni sua forma, anche l'accennata funzione — se pure fosse stata attiva in altre condizioni — non avrebbe più — oggi — una ragione prevalente di esistere.

X. — *La ripartizione del risparmio tra forme più o meno liquide, e la sua indipendenza dal saggio dell'interesse.*

La verità è che, come la creazione del risparmio (e lo stesso Keynes lo riconosce) risulta indipendente dall'altezza dell'interesse, così se ne conserva indipendente anche la ripartizione fra la quota liquida in senso stretto e la quota che, pur essendo facilmente e rapidamente liquidabile, assume l'aspetto dell'investimento.

Ogni risparmiatore procede a tale ripartizione, in base a criteri che sono ben più complessi della semplice considerazione dell'altezza del saggio, e che risultano nello stesso tempo da condizioni predeterminate ed in un certo senso imm modificabili. Ciascuno insomma trova i motivi pei vari collocamenti del proprio risparmio nella propria situazione e nelle proprie funzioni sociali.

Se il risparmiatore è un « rentier » puro e semplice, egli potrà anche avere una certa libertà di scelta. Ma se esso, ad esempio, è un imprenditore (persona fisica) o una società più o meno anonima (persona giuridica), la distribuzione dei suoi risparmi viene determinata — in misura ed in modi di necessità — dai bisogni stessi dell'impresa. La grandezza della parte delle eccedenze tenuta più liquida risulterà dalle esigenze più correnti della azienda, mentre la grandezza della parte investita in nuovi stabili, in nuovo macchinario etc., dipenderà dal bisogno di seguire i progressi della tecnica, di ingrandire in quella certa misura l'azienda stessa, etc.

Queste modeste verità trovano conferma nei dati della statistica. Così è stato dimostrato da vari autori e perfino dal Keynes nel II volume del suo « Trattato della moneta » (Capitolo XXIII) che nell'Inghilterra e negli Stati Uniti i depositi a vista (più liquidi) ed i depositi a tempo ed i risparmi (meno liquidi) si dividono in proporzioni a un di presso costanti, qualunque siano le variazioni nel saggio dell'interesse. I secondi rappresentano normalmente il 51-54 % della totalità dei depositi delle due specie. Questo rapporto si è conservato all'incirca il medesimo dal 1911 al 1926; malgrado che in tali anni il saggio dell'inte-

resse, in conseguenza della grande guerra e del dopo guerra, abbia presentato variazioni molto notevoli.

XI. — La reale influenza del saggio dell'interesse sulle varie forme dell'investimento.

Le differenti altezze del saggio dell'interesse presentano una importanza non tanto nel senso di fissare la ripartizione del risparmio nelle sue quote un po' meno ed un po' più liquide, ma nel senso di determinare gli impieghi di quelle quote — dell'una o dell'altra specie — per le quali esista, da parte del risparmiatore, una maggiore libertà di scelta. Per esempio, a parità delle altre condizioni, un « rentier » porterà i suoi risparmi — sotto forma di depositi sia a vista che a tempo — presso quella Banca che — a parità di sicurezza — gli garantisca un saggio più elevato. Così una società anonima che alla fine di un dato esercizio, abbia passata alla riserva la somma di due milioni, e voglia, ad esempio, impiegarla in titoli pubblici, sceglierà tra essi quelli che — costanti le altre condizioni — assicurino un interesse più elevato, etc.

Si può affermare che il Keynes è caduto in una vera sostituzione se non proprio di persone, certo di funzioni. La diversa altezza dell'interesse non agisce sul risparmiatore come tale, ma piuttosto sull'investitore nel più largo senso della parola: cioè su colui che in qualsiasi modo impiega le proprie eccedenze (dalle forme più liquide a quelle che lo sono un po' meno). La questione allora non riguarda più soltanto il mutuante che deposita a vista od a tempo, riguarda anche il mutuatario, nel significato più ampio del termine.

XII. — I reali rapporti fra l'altezza del saggio dell'interesse ed il volume degli investimenti.

Quando si esca dalle premesse arbitrarie e dalle sottigliezze, ci si trova di fronte ad una azione del saggio dell'interesse

che è più semplice e più diretta di quella vista dal Keynes. È, questa, un'azione riconosciuta dalla scienza almeno da due secoli, ed accettata dallo stesso Keynes come un altro pilastro della propria costruzione. Per esprimerla colle celebri e scultorie parole del Turgot: « Il prezzo del danaro può venir considerato una specie di livello, al disopra del quale ogni lavoro, ogni coltivazione, ogni industria, ogni commercio cessano. E come un mare disteso sopra una vasta contrada; le cime delle montagne si elevano al di sopra delle acque, e formano isole fertili e coltivate... Basta che l'acqua si elevi o si abbassi, per invadere o per restituire alla coltivazione plaghe immense ». (« Riflessioni, etc., pag. 89).

Tale è appunto il rapporto riconosciuto anche dal Keynes: il quale domanda che il saggio dell'interesse sia ridotto al minimo, precisamente per far aumentare il volume degli investimenti. Soltanto che egli vuol mescolare il detto rapporto ad un'altra costruzione, la quale è altrettanto arbitraria, quanto estranea alla natura ed al funzionamento di esso. Un saggio minore fa aumentare gli investimenti non perchè agisca prima sulle ripartizioni del risparmio del mutuante, ma semplicemente perchè riduce uno fra gli elementi del costo delle imprese mutuarie, ed accresce quindi la domanda di capitali destinati alla produzione. L'iniziativa per l'estensione degli investimenti non parte dunque dai risparmiatori, ma direttamente dai produttori; non dai mutuant, ma dai mutuatari.

Naturalmente, se la domanda di maggiori investimenti sarà soddisfatta dal mercato, ciò implicherà che la quota del risparmio collettivo destinato agli impieghi inizialmente meno liquidi avrà dovuto in parte accrescersi. Ma sarà questa una condizione collaterale dell'intero processo, non la sua causa originaria.

Il fatto poi che una accresciuta domanda di capitali trovi una sufficiente contropartita nell'offerta, non dipende da ciò o solo da ciò che il risparmio preesistente si impieghi in proporzioni minori nelle forme liquide di cui parla il Keynes. Può dipendere anche in tutto od in parte, dal fatto che in una economia individualistica progredita il capitale in cerca di un impiego in qualsiasi direzione, è relativamente abbondante, ed

inoltre che ad ogni momento, si formano coi nuovi risparmi nuovi capitali ancora disponibili.

XIII. — *Le recenti teorie del Keynes come estrema giustificazione funzionale dell'interesse.*

Dalle precedenti osservazioni si può concludere che, se non è vero che l'interesse sia necessario per stimolare il risparmio, non è neppure vero che determinate altezze del suo saggio siano necessarie per dar luogo ad uno spostamento del risparmio dalle forme cosiddette liquide, agli investimenti veri e propri. Le recenti dottrine del Keynes rappresentano un estremo tentativo per conservare all'interesse un fine economico-sociale e quindi una giustificazione per così dire funzionale. Il Keynes stesso aveva riconosciuto che il risparmio ed il suo volume non dipendono dall'interesse e dai suoi diversi saggi. Volendo tuttavia mantenere ancora all'interesse le qualità di un premio, non gli restava che attribuirgli una funzione diversa da quella affidatagli dalla scuola classica, ma pur sempre una funzione.

Egli ha creduto appunto di trovarla nella necessità di stimolare il risparmio ad impiegarsi in misura maggiore negli investimenti. Così, mentre la scuola classica giungeva alla conclusione che occorreva un interesse più alto per ottenere un risparmio più grande, l'economista inglese ha stabilito fra le quantità da lui considerate un rapporto parzialmente analogo, nel senso che l'impiego del risparmio nelle forme meno liquide risulterebbe tanto maggiore quanto più elevato sarebbe l'interesse.

XIV. — *Il saggio zero dell'interesse, come saggio « ottimo » agli effetti dell'investimento.*

E facile dopo ciò scorgere le conseguenze delle critiche esposte, quando le loro ultime illazioni vengano applicate all'interesse di equilibrio, o, meglio, all'interesse « ottimo », quale

è stato concepito dal Keynes nella sua ultima opera.

Se l'interesse in generale non è necessario come stimolo al risparmio; se i suoi diversi saggi non sono necessari per modificare gli impieghi del risparmio; se d'altra parte il volume degli investimenti per opera degli imprenditori è tanto maggiore quanto minore è il saggio dell'interesse (e nessun dubbio può sussistere su quest'ultimo punto); una sola conclusione sembra logica: e cioè, che per raggiungere il fine propostosi dal Keynes, per portare al massimo gli investimenti, l'interesse « ottimo » sarebbe l'interesse zero.

Senza dubbio una simile conclusione è pienamente utopistica, quando si tenga conto di uno fra gli aspetti della realtà sociale che il Keynes e la maggior parte degli economisti ortodossi cercano sempre di nascondere a loro stessi. Secondo abbiamo ricordato a sazietà in tutti i nostri precedenti studi sulla materia, il fondamento dell'interesse, come di ogni altra specie di reddito da capitali, si trova nella proprietà privata dei capitali stessi. Nulla è più logico e più naturale che coloro i quali posseggono una certa quantità di potere d'acquisto e ne cedono l'uso ad altri che non l'hanno e che vogliono servirsene per procurarsi certe utilità, si rifiutino di prestarla gratuitamente. In una società basata appunto sulla proprietà privata dei capitali, diventa ad un tempo necessario e morale che essi ne ottengano un compenso come partecipazione indiretta a quella utilità che gli altri possono assicurarsi solo coll'uso del potere d'acquisto mutuato. Per dimostrare che agli inizi della scienza economica, quando certi riconoscimenti sembravano meno pericolosi, gli economisti non nascondevano ancora la concreta realtà degli istituti sociali sotto i veli di teoria astratte e siderali, ci basterà ricordare questo passo del Turgot, altre volte citato: « Il profitto che si può realizzare coll'uso della moneta è senza dubbio uno dei motivi più frequenti che determinano il mutuatario a prendere a mutuo contro pagamento di un interesse. Ma non è questa la ragione che dà al mutuante il diritto di ottenere tale interesse; basta a ciò il fatto che la moneta sia sua, e tale diritto è inseparabile dalla proprietà » (« Riflessioni » etc., § 74).

La nostra conclusione che l'interesse « ottimo » apparireb-

be, dal punto di vista del volume degli investimenti, l'interesse zero, non è dunque praticamente sostenibile. Essa vuol costituire soltanto una dimostrazione di quelle che sarebbero le conseguenze più logiche del sistema del Keynes, quando quest'ultimo fosse depurato dai suoi principali errori, ma non da quello — troppo ad esso connaturato — di prescindere dagli istituti sociali, e particolarmente dalla proprietà privata del potere d'acquisto e dei capitali.

CAPITOLO V.

LO SCONTO E LE TEORIE DELL'INTERESSE.

I. — *La definizione dello sconto.*

Ci siamo occupati dello sconto fino dal Capitolo II. Dobbiamo ora trattarne più a lungo e sotto altri punti di vita.

In senso largo lo sconto può definirsi come l'interesse anticipato, o meglio il complesso di interessi anticipati che si praticano sopra un dato mercato ed in un momento determinato, soprattutto pei prestiti di moneta a breve scadenza. Naturalmente questo sconto, o questo complesso di sconti presentano, a seconda delle condizioni, altezze più o meno grandi che daranno luogo a saggi più o meno elevati.

Siccome poi lo sconto applicato dalle grandi Banche centrali offre — per i motivi che vedremo in seguito — una particolare importanza, e siccome inoltre esso si pratica dalle dette Banche principalmente all'atto dell'accettazione di cambiali a breve termine, lo sconto può utilmente definirsi, in senso più stretto, come l'interesse ufficiale anticipato che le Banche centrali usano, specialmente contro tratte a pochi mesi di tipi determinati.

Naturalmente anche lo sconto ufficiale presenterà, secondo le diverse situazioni del mercato, altezze diverse e quindi saggi diversi.

Poichè il fine principale che ci proponiamo è lo studio delle conseguenze economiche dovute alla politica dello sconto da parte delle Banche centrali, la seconda definizione dello sconto e del suo saggio è quella di cui faremo più largo uso.

Prima di considerare gli accennati aspetti dei fenomeni dello sconto, ci sembra tuttavia opportuno esaminare — sopra un piano teorico più generale — il rapporto che intercede fra sconto ed interesse, e le erronee interpretazioni in cui numerosi economisti sono caduti, quando hanno voluto passare dal primo fenomeno al secondo.

Il problema può venire prospettato nella seguente interrogazione: è lo sconto di un bene futuro (di una cambiale nel caso delle Banche) quello che spiega l'interesse; o non è invece l'interesse quello che spiega lo sconto?

II. — *La tentata spiegazione dell'interesse a mezzo dello sconto.*

Nel nostro volume: « Le capital et l'intérêt » (1) abbiamo analizzato le teorie del Böhm-Bawerk sull'interesse: teorie che hanno esercitato durante molto tempo, ed in parte esercitano ancora, una azione tanto deviatrice per rapporto alla visione della realtà. La tesi fondamentale dell'economista austriaco si trova esposta fra gli altri nel seguente passo: « Il prestito è uno scambio autentico e reale di beni presenti contro beni futuri. Il mutuante A cede al mutuatario B una somma di beni presenti, ad esempio *gulden*, in assoluta proprietà e per l'uso che gli piacerà meglio, ed il mutuatario B assicura al mutuante A, come contropartita, e sempre in proprietà assoluta, una somma eguale ma futura. V'è dunque un passaggio reciproco di proprietà di due somme di beni, che, essendo eguali fra loro, si distinguono soltanto perchè l'una appartiene al presente e l'altra al futuro » (2).

Questa tesi non è posta a caso. Essa ha lo scopo di preparare la giustificazione dell'interesse, dimostrando che due somme eguali di danaro, l'una attuale e l'altra futura, non hanno il medesimo valore; che l'interesse del prestito è un semplice complemento, destinato ad equiparare il valore di dette somme, e

(1) Parigi, Rieder, 1935.

(2) « Teoria positiva » - Libro IV, Parte II, 1° Caso principale.

che per tanto il mutuante riceve nel futuro, a mezzo di quel tale complemento, un valore che non è maggiore, ma soltanto eguale a quello da lui prestato nel presente, cioè che non riceve nulla di più di quanto ha dato. Basti citare fra tutti il seguente brano dello stesso Böhm-Bawerk: « I beni attuali presentano un valore più grande dei beni futuri... I beni attuali danno dunque luogo a delle spese di scambio, ad un agio, quando siano pagati in beni futuri. Questo agio è l'interesse. L'interesse non è l'equivalente distinto di un uso durevole e distinto dei beni prestati, ma l'equivalente parziale della somma prestata: somma di cui l'equivalente totale è formato dal capitale restituito, aumentato dell'interesse ». (1).

III. — *Interessi posticipati ed interessi anticipati.*

Salta subito agli occhi che la suggestione in favore di questa singolare teoria è venuta dalla pratica dello scontare. Basta rileggere le enunciazioni che abbiamo riprodotte dal Böhm-Bawerk, per scorgere come esse — sia pure con le necessarie capziosità — tendano a definire il prestito secondo i caratteri formali dell'operazione di sconto e l'interesse secondo i caratteri formali del saggio dello sconto.

Poichè ad esempio, nell'atto in cui accetta una cambiale a tre mesi, la Banca trattiene sul suo valore il trimestre anticipato di interessi, ha potuto sembrare che tale trattenuta — diminuendo il valore della somma attuale di una quota collegata col suo futuro rimborso da parte dell'ultimo e definitivo debitore, e rendendo quindi la quantità futura maggiore della presente — dipendesse da una differenza intrinseca di valore fra la seconda somma e la prima, e che questa differenza bastasse a dar ragione dell'interesse e delle sue origini più profonde. In tal modo l'esistenza dello sconto è diventata la premessa per interpretare in un dato senso l'esistenza dell'interesse.

Si è così caduti nella più singolare delle illusioni.

(1) « Storia critica » - Capitolo VIII, Tesi I, lettera A.

Le Banche e più in generale tutti gli accettanti di cambiali si fanno pagare anticipatamente gli interessi dai loro mutuatari sia per facilitare la circolazione dei titoli, sia per meglio tutelarsi, sia perchè le forme dello stesso Codice di Commercio proteggono una tale tutela. Ma si supponga che, o per l'uso o per la prescrizione della legge, o per entrambe le cause, la pratica degli interessi anticipati non esistesse. Allora una cambiale a tre mesi di L. 10.000 verrebbe accettata dalla Banca ad un pari valore, e solo alla fine dei 3 mesi, supponendo che il saggio fosse del 4% all'anno, la Banca percepirebbe dal mutuatario la somma assoluta di interessi in L. 100. Sarebbe allora tanto più chiaro che queste 100 lire rappresenterebbero un reale sovrappiù oltre le L. 10.000; in altri termini, un prezzo netto e distinto al di sopra delle L. 10.000, destinato a compensare il mutuante per l'uso — concesso al mutuatario — della potenza d'acquisto delle stesse 10.000 lire.

IV. — *Lo sconto ed i reali caratteri del prestito e dell'interesse.*

La considerazione degli interessi posticipati, e quindi la separazione fra il momento in cui viene pagata la somma capitale ed il momento in cui viene pagata la somma interesse, facilita così la comprensione, tanto del vero carattere dell'interesse, quanto dei reali rapporti fra interesse e sconto.

La discontinuità dei due pagamenti rende impossibile la illusione che il prestito sia il semplice scambio fra due beni, e fa meglio vedere come esso invece costituisca un'operazione economica a sè, consistente nella cessione o nella vendita di una utilità particolare: l'uso per un certo tempo di un dato bene, o, se questo bene sia una certa quantità di moneta, l'uso per un certo tempo del suo potere d'acquisto. L'interesse appare allora sempre meglio, non già come una semplice differenza di prezzo nello scambio fra un bene presente ed un bene futuro, ma come un prezzo a sè: come il prezzo specifico ed aggiuntivo della specifica utilità di cui si è parlato.

Nei nostri precedenti studi abbiamo del resto citati varii eco-

nomisti di prima grandezza, i quali riconoscono nell'interesse un prezzo speciale nel senso già indicato. Basti ricordare fra tutti il Turgot, al quale compete la gloria di avere fino dal 1766 pronunciata in proposito una parola decisiva: « Nel prestito ad interesse, l'oggetto dell'apprezzamento è l'uso di una certa quantità di valori durante un certo tempo... Una massa di valori viene comparata con una parte di loro stessi, e questa parte diviene il prezzo dell'uso dell'intera massa per un tempo determinato » (« Riflessioni » etc., § 78).

Ma la discontinuità dei due pagamenti, pagamento della somma capitale o sorte, e pagamento dell'interesse, favorisce anche una esatta concezione dei rapporti fra interesse e sconto.

Non l'interesse presuppone lo sconto, ma lo sconto presuppone l'interesse. Una volta che l'interesse esiste per i motivi e coi caratteri che conosciamo, è divenuto semplicemente più comodo — in base ai motivi già accennati — il sistema di pagare gli interessi preventivamente: il sistema cioè per cui i mutuantisti, e nel caso più speciale le Banche, si trattengono gli interessi nello stesso momento in cui anticipano il valore della cambiale accettata.

V. — *I rapporti fra lo sconto e l'interesse.*

Più in generale, poichè ogni somma prestata da A a B in un certo momento e fino ad un certo altro, dà luogo ad un interesse annuale a favore del primo per tutto il periodo dell'operazione, questi interessi, se siano posticipati, accrescono col loro carico, al punto di arrivo, il valore della somma iniziale. Se invece sono anticipati, essi diminuiscono al punto di partenza, il valore della somma complessiva quale risulterebbe al punto di arrivo, nella misura che è necessaria, affinchè la somma iniziale non ancora caricata degli interessi possa al termine eguagliare il valore totale della sorte, aumentato degli interessi medesimi nel frattempo maturati.

Lo sconto di una somma, o la sua riduzione al suo valore « attuale », non è altro che un'operazione, mediante la qua-

le chi anticipa ad A una quantità di moneta che egli avrebbe dovuto ricevere da B più tardi, gli paga un valore diminuito del cumulo degli interessi decorrenti dal momento della anticipazione al momento del pagamento definitivo da parte di B. Ciò che caratterizza lo sconto è dunque la contrapposizione contabile fra interessi posticipati ed interessi anticipati; è la riduzione del valore di una somma totale composta di sorte e di interessi successivi, ad un valore di tanto più piccolo, di quanto è necessario per lasciare la capienza agli interessi maturandi. In tal modo è lo sconto che implica l'interesse, e non viceversa.

Per concludere, non esiste l'interesse perchè esiste lo sconto, ma esiste lo sconto perchè esiste l'interesse. Non è dunque lo sconto che può spiegare l'interesse, ma è l'interesse che, quando sia ben compreso, spiega, come una delle sue forme, lo sconto. Lo sconto insomma non è che l'interesse considerato in rapporto ad un momento diverso: trasferito dal futuro al presente. Chi ha creduto il contrario, è rimasto vittima di una delle tante illusioni create dalla contabilità degli interessi e dalla sua logica formale e apparentemente misteriosa. Si può dire che tutta la storia delle teorie sull'interesse è piena di queste illusioni e delle loro erronee conseguenze.

CAPITOLO VI,

IL SAGGIO DELLO SCONTO.

I. — I due principali mezzi a disposizione delle Banche centrali per agire sulle condizioni e sul volume del credito.

Nel Capitolo anteriore abbiamo esposte le definizioni che in senso più lato ed in senso più ristretto si possono dare del saggio dello sconto. Manterremo queste definizioni anche per il Capitolo presente, pur ricordando che la stessa materia ci consiglierà di adottare prevalentemente la seconda delle due accennate definizioni. In base ad essa il saggio dello sconto si risolve nell'altezza dell'interesse al quale le grandi Banche anticipano il valore di determinati titoli non ancora scaduti — particolarmente delle cambiali — che vengono presentati loro dai propri clienti, ed in ispecie dalle Banche minori.

Dovendo considerare le funzioni del saggio dello sconto e di una politica del saggio dello sconto da parte delle grandi Banche centrali, e volendo cominciare dalle più importanti, si può anzitutto affermare che per tali Banche il saggio predetto rappresenta uno dei principali mezzi con cui regolare le condizioni ed il volume del credito,

Dicendo che esso costituisce « uno » dei mezzi, si viene ad ammettere che ve ne siano altri. Infatti, accanto alla manipolazione del saggio dello sconto esiste anche la compra e vendita dei titoli. Poichè dei due strumenti accennati, quello che più ci interessa è il primo, conviene sgombrare subito il terreno dal secondo.

Si comprende facilmente per quale processo le grandi Ban-

che, acquistando o alienando titoli (operazioni che gli inglesi chiamano anche di « mercato libero ») possano agire sulla quantità del credito, degli investimenti e della moneta. Se comperano titoli, esse fanno aumentare la circolazione, perchè gettano sul mercato la moneta necessaria a tale acquisto. Se invece vendono titoli, esse fanno diminuire la circolazione, perchè provocano il ritiro di quella sua quota che viene impiegata dal pubblico nella compera dei titoli stessi.

Naturalmente questa spiegazione un po' troppo sommaria avrebbe bisogno di ben altri sviluppi; ma essa può bastare, una volta che il nostro scopo non è di approfondire l'argomento, ma di sbarazzarcene.

Noteremo soltanto, a scanso di equivoci, che le operazioni di mercato libero possono venir usate per modificare il tipo di investimenti da parte delle Banche minori e del pubblico, senza per questo cambiare il volume complessivo degli investimenti stessi e quindi anche della circolazione. Per esempio, le Banche centrali compreranno o venderanno titoli, soltanto per controbilanciare i movimenti dell'oro; oppure alieneranno titoli a breve scadenza e ne acquisteranno altri a scadenza più lunga, etc.

II. — *Le variazioni del saggio dello sconto e le variazioni della domanda di potere di acquisto.*

Per coordinare sotto un'unica espressione entrambi i mezzi a disposizione delle grandi Banche, abbiamo detto più sopra che la disciplina del saggio dello sconto costituisce una delle principali armi per regolare anzitutto le condizioni ed il volume del credito.

Ma se si vuol passare all'esame esclusivo di quello dei due strumenti che più interessa le presenti ricerche, la definizione deve essere più analitica e più precisa. Diremo dunque che col saggio dello sconto le Banche centrali fissano il prezzo del credito, e cioè. l'altezza dell'interesse anticipato, e che solo attraverso alle reazioni che l'altezza di questo prezzo esercita

sul volume del credito, esse possono influire sul volume medesimo.

Che il saggio dello sconto sia il prezzo dell'anticipazione e quindi del credito su dati titoli non ancora maturati, è ovvio per definizione. In molte parti del presente studio e di quelli che l'hanno preceduto, e fra l'altro anche nel Capitolo anteriore, abbiamo dimostrato che l'interesse è un vero e proprio prezzo, e precisamente il prezzo che il mutuatario paga al mutante per l'uso — durante un certo tempo — del potere d'acquisto cedutogli da quest'ultimo. Ora, poichè lo sconto non costituisce se non una forma particolare dell'interesse, non esiste alcun dubbio che il saggio dello sconto non rappresenti alla sua volta il prezzo particolare per l'uso di un potere d'acquisto concesso in determinate condizioni.

D'altra parte, che l'altezza del saggio dello sconto, cioè il prezzo del credito nelle sue forme più squisitamente bancarie, reagisca sul volume del credito stesso: ciò risulta, non solo dalla correlazione generica fra il prezzo di ogni merce e la sua domanda, ma anche dalle precise conoscenze sul rapporto specifico che intercorre fra il prezzo del potere d'acquisto disponibile (interesse o sconto) e la quantità di questo potere, richiesta a credito. Abbiamo infatti dimostrato in varie occasioni, e fra l'altro nel Capitolo X del nostro studio « Il risparmio e l'interesse » etc., che, come esiste una elasticità della domanda di tutti gli altri beni — strumentali o meno — così esiste una elasticità anche di quello che è il bene strumentale per eccellenza, e cioè della moneta considerata come mezzo d'acquisto,

In altri termini, se la quantità richiesta degli altri beni tenda a variare in senso inverso del rispettivo prezzo, il medesimo fenomeno si ripete anche per la quantità domandata del potere di compera, in rapporto allo sconto (interesse anticipato o prezzo anticipato) che bisogna pagare per ottenerne la disposizione (o uso del valore) durante un certo tempo. Cosicchè, se il saggio dello sconto si eleva, la domanda di quel potere d'acquisto che si può ottenere a mezzo della operazione dello sconto, si contrae; se il saggio dello sconto si abbassa, la stessa domanda si espande.

III. — *La domanda di potere d'acquisto e la domanda di capitali per rapporto alle grandi Banche.*

Abbiamo parlato di « potere d'acquisto » anzichè di capitali veri e propri, per adoperare una espressione più generale.

Siccome però nel corso dei passati Capitoli ed anche del presente noi ci siamo occupati e ci occuperemo soltanto degli impieghi produttivi, la domanda del potere d'acquisto alla quale ci siamo riferiti e ci riferiremo sarà sempre quella diretta alla compera di beni necessari per la produzione, e si risolverà quindi nella domanda di capitali veri e propri: e cioè nella domanda di moneta la quale, essendo destinata a trasformarsi in beni capitali, può considerarsi alla sua volta come moneta capitale per eccellenza.

Nel caso speciale la limitazione è tanto più legittima, in quanto praticamente le domande di sconto cui soddisfano le grandi Banche sono al 100 per 100, o quasi, domande per veri e propri affari. Le Banche centrali scontano o i titoli presentati loro dalle Banche minori, o i titoli presentati loro direttamente da una clientela scelta. Nel primo caso, attraverso alla selezione operata pregiudizialmente dalle Banche minori, nel secondo caso, attraverso ad una selezione diretta, le grandi Banche sanno di anticipare moneta soltanto a veri e propri imprenditori i quali — nel limite dell'umano — offrono le migliori garanzie materiali e morali.

Ciò posto, è chiaro che le grandi Banche operano sul volume del credito attraverso alla elasticità della domanda dei capitali monetari. Se infatti le variazioni del saggio dello sconto non trovassero una correlazione inversa nella quantità dei capitali richiesti, la politica dello sconto da parte delle Banche centrali perderebbe ogni ragione d'essere. Essa è attuabile solo in quanto le Banche centrali possono determinare una contrazione nel volume del credito elevandone il prezzo, e possono invece, riducendo quest'ultimo, favorirne l'espansione.

IV. — *Le variazioni del saggio dello sconto e le variazioni nel volume degli investimenti.*

Simili constatazioni portano necessariamente alla conclusione che le Banche centrali sono in grado, attraverso alle variazioni dello sconto, di influire anche sul volume degli investimenti, e sul loro saggio.

Una volta che i capitali richiesti dai privati alle Banche centrali vengono impiegati totalmente, o quasi, nella produzione, la loro domanda è destinata a trasformarsi in investimenti produttivi. Agendo sulla domanda dei capitali, le grandi Banche influiscono così — in un secondo tempo, e per via sempre più indiretta, ma comunque efficace ed evidente — anche sugli investimenti. Una riduzione del saggio dello sconto che abbia per effetto di provocare un aumento nella quantità dei capitali richiesti, avrà anche per effetto di provocare un aumento nella quantità degli investimenti, ed — a parità di prezzi — nel loro valore complessivo. Per contro, un rialzo dello sconto che porti ad una diminuzione nella quantità dei capitali richiesti, porterà anche ad un aumento corrispondentemente minore nella quantità degli investimenti e nel loro valore.

Abbiamo parlato nel secondo caso di « aumento minore » degli investimenti, cioè di una loro diminuzione relativa anzichè assoluta, perchè — esistendo in ogni dato momento una certa quantità di investimenti eseguiti in precedenza — il fatto che la domanda di capitali per investimenti ulteriori diminuisca, non implica per sè stesso che venga intaccata la grandezza complessiva degli investimenti, quale risulta dagli impieghi effettuati anteriormente e dai nuovi. Esso può soltanto aggiungere agli investimenti già accumulati un incremento minore di quello che si sarebbe verificato con una diversa e minore altezza nel saggio dello sconto.

Una diminuzione assoluta degli investimenti di data anteriore è concepibile solo attraverso ad un processo di disinvestimenti: vale a dire ad un processo per cui vengano disintegrati e diminuiti di valore una parte degli investimenti di pri-

ma. Ma è questo un fenomeno che può esclusivamente accadere in seguito a gravissime crisi, allorchè molti imprenditori, non solo non realizzino più un margine positivo, ma subiscano forti perdite nel valore iniziale del capitale impegnato nelle loro aziende. Esso dunque non si trova in alcuna relazione diretta colle variazioni del saggio dello sconto. Un rialzo — per quanto forte — del tasso dello sconto non sarebbe mai in grado di determinare — da solo — una simile manifestazione.

V. — *Le variazioni nel volume degli investimenti e le teorie del Keynes.*

Ad ogni modo, per evitare sul punto accennato ogni equivoco, è meglio parlare non di nuovi investimenti in generale, ma di incrementi in un dato momento degli investimenti avutisi fino al momento anteriore. Si potrà allora — adottando una delle definizioni più accettabili del Keynes — chiamare saggio degli investimenti l'incremento subito entro un dato periodo di tempo dal capitale della collettività considerato nei beni che lo compongono, e saggio del valore degli investimenti il valore dell'incremento subito dallo stesso capitale nello stesso momento. Si potrà allora dire che il tasso dello sconto, se è basso, tende a render maggiore l'aumento del saggio degli investimenti e del saggio del loro valore, mentre, se è alto, tende a render minori entrambi.

È merito del Keynes, di aver combattuta l'unilateralità di quegli economisti i quali non vedono nelle variazioni dello sconto se non un mezzo per regolare il volume del credito e la quantità della moneta, e di aver invece rilevato come il loro effetto socialmente più importante, sia quello che si riferisce alle variazioni — concomitanti alle altre — del saggio degli investimenti. Il fatto che nel suo « Trattato della moneta » egli abbia voluto legare la correlazione fra le modificazioni del saggio dello sconto e le modificazioni del saggio degli investimenti, a concetti che ha dovuto poi abbandonare nella sua opera successiva, non può infirmare la benemerenza essenziale da lui acquistatasi sin d'allora nel campo di cui ci stiamo occupando.

VI. — *Le variazioni nel volume del credito e le variazioni nella quantità della moneta utilizzata.*

Abbiamo constatato nelle precedenti analisi che alle variazioni del saggio dello sconto (prezzo del credito) corrispondono variazioni in senso inverso, tanto — in un primo tempo — della domanda dei capitali (volume del credito), quanto — in un secondo — del saggio degli investimenti. Ma l'esame non sarebbe completo se non considerassimo anche il processo monetario attraverso al quale si esplica l'influenza che le Banche esercitano, sempre a mezzo della politica dello sconto, sul detto volume del credito, e quindi anche le conseguenze monetarie di tale processo.

Poichè ogni domanda di capitali a credito, prende oggi la forma di una richiesta di potere d'acquisto o di moneta, qualsiasi variazione nella domanda dei capitali mutuandi importa — a parità delle altre condizioni — una variazione corrispondente nella quantità di moneta attraverso cui essa si estrinseca. In questo senso una riduzione nel volume del credito, cioè dei capitali dati e presi a prestito, implica sempre — costanti le altre condizioni — una riduzione nella quantità della moneta necessaria al mercato, mentre una espansione nel volume predetto significa invece un aumento nella stessa quantità.

Tuttavia, giacchè sul medesimo mercato esistono contemporaneamente varie specie di monete, sorge il quesito se le Banche centrali possano, a mezzo del saggio dello sconto, agire sulla quantità di tutte le forme di moneta, oppure soltanto o prevalentemente su alcune.

VII. *Le varie speci di moneta.*

Si può ammettere col Keynes (1) che esistano quattro specie principali di strumenti di scambio: la moneta merce, la mo-

(1) « Trattato della moneta », Capitolo I.

neta regolata, la moneta a corso forzoso e la moneta bancaria.

Le prime tre specie corrispondono a forme nelle quali la moneta comincia col presentare un valore eguale, o quasi, a quello della materia di cui è composta, per assumere poi — secondo l'ordine della loro elencazione — un valore convenzionale sempre più indipendente dalla materia stessa. La moneta merce è per definizione quella in cui i due valori coincidono. Invece la moneta regolata è una moneta le condizioni della cui emissione sono stabilite in modo che — a mezzo della convertibilità, o a mezzo di particolari rapporti fra il massimo della sua quantità e la minore quantità della merce moneta che le si contrappone — essa presenti un valore più o meno correlato ad una base obiettiva. Finalmente la moneta a corso forzoso è quella in cui ogni rapporto tra il suo valore ed il valore della sua sostanza materiale è completamente scomparso.

Tutte e tre queste forme di moneta sono anche forme di moneta di Stato. Se per la prima lo Stato si limita a garantire il peso ed altri requisiti, per la seconda ed ancor più per la terza è soltanto lo Stato quello che ha i poteri di attribuir loro il loro valore convenzionale. Infine lo Stato riconosce a tutti e tre i mezzi il potere liberatorio agli effetti dei contratti. Una volta stabilito dall'autorità centrale il tipo della circolazione, nessun creditore può impedire al debitore di estinguere la propria obbligazione, mediante il versamento di una congrua quantità di quella delle tre specie di moneta che corrisponde al tipo vigente.

Resta la quarta forma: la moneta bancaria. Essa rappresenta un mezzo di pagamento che la pratica bancaria ha introdotto indipendentemente dallo Stato, e che si basa sull'uso dei riconoscimenti di debito o di credito come su di un sostituto della moneta propriamente detta — qualunque ne sia il titolo — nella funzione di effettuare pagamenti.

Più il sistema bancario si diffonde, e più si allarga la abitudine per la quale — tutti essendo contemporaneamente creditori e debitori rispetto alle Banche — ciascuno si serve dei conti correnti attivi e passivi, che egli e gli altri hanno presso di esse, per pagare o farsi pagare con *chèques* tirati sopra i

conti predetti. In tal modo la moneta vera e propria non interviene materialmente negli scambi. Essa serve solo come unità per misurare l'entità dei conti correnti e dei trasferimenti attivi o passivi eseguiti su di essi.

In una società economicamente progredita, la moneta bancaria assume una importanza sempre maggiore e tende con ciò a relegare la moneta di Stato — nelle tre forme di cui sopra — ad una funzione sempre più secondaria. Tanto nell'America del Nord quanto in Inghilterra la moneta di Stato — negli anni successivi alla guerra del 1914-18 — ha rappresentato non più del 10% circa di tutta la moneta corrente. Il 90% circa era dunque costituito da quella che abbiamo chiamata la moneta bancaria.

Per riassumere, la moneta totale corrente è formata dalla moneta di Stato — nell'una o nell'altra delle tre forme già esaminate — e dalla moneta bancaria.

VIII. — *L'azione delle Banche centrali sulla quantità delle varie speci di moneta.*

Ciò premesso, è evidente che le Banche centrali possono anzitutto provocare, attraverso alle restrizioni od alle espansioni del credito, una restrizione od una espansione nel quantitativo della moneta bancaria: cioè di quella forma di moneta di cui più direttamente si servono — attraverso alle aperture dei conti correnti — per la somministrazione del credito. Più ancora. Appunto perchè la moneta bancaria è quella che, come dice lo stesso nome, si trova maggiormente legata alle funzioni più moderne del credito, i grandi Istituti, anche se potranno agire sulle altre forme della moneta (monete di Stato), saranno sempre in grado di esercitare una influenza massima su quella che è, per così dire, la loro stessa forma di moneta. Siccome poi — e l'abbiamo visto poco più sopra — la moneta bancaria rappresenta in certi paesi la quota massima della moneta totale circolante, ecco che le Banche centrali possono colà agire in misura tanto più sensibile sulla massa totale della moneta cor-

rente, in quanto sono in grado di influenzare più energicamente proprio quella che è la componente di gran lunga più importante della massa predetta.

Ma le Banche, contraendo od espandendo il credito, si trovano in grado di agire — più o meno vigorosamente, a seconda dei casi — anche sulla quantità delle altre forme di moneta, e cioè sulle quantità utilizzate delle monete di Stato.

Prescindiamo per brevità dalla moneta merce che costituisce più che altro un fenomeno immaginario. Praticamente l'oro, che formava la materia per eccellenza della moneta merce, ha cessato di essere una vera e propria moneta metallica. Seppellito nei forzieri degli Istituti centrali di pochissimi paesi, ed in misura massima in quelli delle grandi Banche nord-americane, esso non costituisce più che una semplice misura di valore, utile soltanto per una certa sua relativa stabilità. Esso viene di quando in quando parzialmente trasferito in piccole quantità dalle Banche centrali di certe nazioni a quelle di certe altre; ed ancora questi trasferimenti avvengono a mezzo di contrassegni che ne fanno variare la proprietà, ma ne lasciano inmutata la posizione.

Oggi dunque molti ed importanti Stati hanno praticamente il corso forzoso, ed anche quelli che posseggono una organizzazione più sana, non vanno al di là della moneta regolata. Ora entrambi i sistemi presuppongono sempre il concorso delle Banche centrali. Siano — queste — organismi privati, sotto il controllo dello Stato, oppure, senz'altro, organi parastatali o statali, è ad esse che lo Stato confida l'amministrazione della merce (oro in lingotti, o coniato etc.), costituente — quando e dove esista — l'ultima riserva materiale della circolazione; è ad esse che lo Stato affida l'emissione della carta più o meno inconvertibile; è ad esse che lo Stato attribuisce la responsabilità di non sorpassare — salve le eccezionali abilitazioni dovute a forza maggiore — il massimo stabilito per la circolazione cartacea, etc.

Ora tutte queste funzioni sono quelle appunto che permettono alle Banche centrali di agire anche sulle quantità delle monete di Stato effettivamente necessarie agli scambi. Ad esem-

pio, se esse largheggiano nel credito, praticando un basso saggio dello sconto, la circolazione della carta Statale tenderà anche essa ad aumentare e ad avvicinarsi al massimo di legge. Se esse invece restringono il credito rialzando il saggio dello sconto, la circolazione della carta Statale tenderà a diminuire e ad allontanarsi dal massimo indicato. Per dare un altro esempio, le Banche centrali detengono, come abbiamo già accennato, le riserve: cioè, nel senso più usuale della parola, le monete Statali in oro, oppure l'oro in lingotti. Se, in regime di moneta controllata, le riserve, per qualsiasi causa, tendono a diminuire, le Banche centrali dovranno cercar di determinare un arresto al loro deflusso; mentre, in condizioni diverse, avranno interesse a provocarne addirittura l'aumento. Nel primo caso, alzeranno il saggio dello sconto per scoraggiare l'attività economica anche nel commercio internazionale e per ottenere, con una riduzione del quantitativo dei biglietti circolanti, un miglioramento del rapporto fra i biglietti stessi e l'oro delle riserve, mentre nel secondo caso, agiranno in senso opposto.

Altri esempi si potrebbero citare. Ma i due esposti sono forse già sufficienti a chiarire l'influenza che le Banche centrali si trovano in condizione di esercitare anche sulla quantità utilizzata delle monete Statali.

IX. — *L'azione delle Banche centrali sulla quantità della moneta Statale, in regime regolato ed in regime di corso forzoso.*

L'azione delle Banche centrali sulle quantità delle monete di Stato presenta però una notevole diversità di grado, a seconda che il sistema monetario statale sia quello della moneta regolata o del corso forzoso.

Nella prima ipotesi tutto il meccanismo della circolazione e la destinazione stessa della moneta si trovano sotto il controllo delle Banche centrali. In sostanza i biglietti sono impiegati per lo sconto degli effetti; e poichè ad ogni istante successivo un certo numero di questi ultimi viene a scadere, un quantitativo corrispondente di biglietti rientra in ciascun momento

nelle casse dei grandi Istituti. In tal modo è sempre possibile ottenere un giro per il quale i biglietti circolanti in ogni unità di tempo si conservino ad un dato livello. Infine, la necessità di rispettare i rapporti fra il circolante e le riserve, contribuisce ulteriormente a contenere entro limiti relativamente ristretti la quantità del primo. Per tutti questi motivi, in regime di moneta controllata la massa delle monete Statali presenta una particolare elasticità in relazione alla politica delle Banche centrali.

Diversa è la situazione nell'ipotesi del corso forzoso. Tutti sanno che il corso forzoso rappresenta generalmente un mezzo per soddisfare a forti ed improvvisi bisogni dello Stato, dovuti quasi sempre a guerre. Quando uno Stato ha necessità immediata di grandi somme in contanti, e non può procurarsele se non colla creazione di nuovi biglietti, e quando gli Istituti o l'Istituto centrale di emissione non possano più garantire colle precedenti riserve la convertibilità di una circolazione così accresciuta, lo Stato autorizza gli Istituti o l'Istituto a non rimborsare più i propri biglietti, e nello stesso tempo si fa consegnare nei nuovi biglietti inconvertibili le somme che gli occorrono.

Si ha così un aumento della circolazione che non dipende più dai bisogni del pubblico, ma dai bisogni dello Stato. Tale aumento non può più essere automaticamente riassorbito dalle Banche centrali, appunto perchè non ha trovato impiego nello sconto di effetti le cui successive scadenze facciano rientrare con ritmo soddisfacente i biglietti nelle casse da cui sono usciti, ma è stato adoperato da un terzo, il Governo, per le sue proprie spese. Certamente queste spese dello Stato arricchiranno un certo numero di cittadini suoi fornitori; questi fornitori arricchiti depositeranno una parte dei nuovi biglietti presso le Banche etc.: dimodochè una certa quota della circolazione in sovrappiù ritornerà poco alla volta nel giro delle grandi Banche e nell'ingranaggio della loro influenza. Ma a parte che questo processo di riassorbimento sarà assai lento, starà sempre il fatto che una quota dei nuovi biglietti — non trovando la contro partita in effetti a scadenza — tenderà a stagnare presso una quantità di privati di piccola ricchezza, ed a sottrarsi al giuoco del sistema bancario.

Inoltre, precisamente perchè imposta dallo Stato, la nuova circolazione complessiva non è più in alcuna utile relazione colle riserve delle Banche centrali. Quel rapporto fra riserve e circolazione che prima costituiva un freno col quale le Banche potevano disciplinare ulteriormente la quantità dei biglietti, si è definitivamente spezzato nelle loro mani. Nè le riserve proteggono più i biglietti, nè la quantità dei biglietti può più essere regolata in tal modo da costituire alla sua volta una protezione efficace delle riserve.

L'ultima conseguenza di questi cambiamenti quantitativi e qualitativi nella circolazione delle monete di Stato è che le Banche centrali non si trovano in grado di agire sull'intera loro massa colla facilità e nella misura consentita dal sistema della moneta regolata. Esse potranno influire su quella sola loro quota che continua a corrispondere ai veri bisogni dell'attività economica, ma non sul residuo con cui le necessità dello Stato hanno appesantito il mercato monetario. Ed è la presenza di questo stesso residuo che renderà meno rapida e meno facile l'eventuale opera delle Banche. Il grado di sanità della circolazione può anche rendere più o meno efficaci, e talvolta annullare addirittura, altri eventuali effetti della politica dello sconto; ma di ciò in seguito.

X. — *Le variazioni del saggio dello sconto e le variazioni nel livello generale dei prezzi.*

Abbiamo visto che le Banche centrali possono esercitare, attraverso sempre al saggio dello sconto, un'azione sulla quantità della circolazione. Ma da questa constatazione deriva necessariamente un'altra conseguenza: e cioè che, dipendendo il livello generale dei prezzi, a parità delle altre circostanze, dalla quantità della moneta sul mercato — moneta di Stato e moneta bancaria — le Banche centrali hanno anche la possibilità di influire sul livello medesimo.

In base ai principii più essenziali della cosiddetta teoria quan-

titativa è notorio che, costanti le altre condizioni, e fra esse anche la velocità della circolazione monetaria, il livello generale dei prezzi si eleva quando aumenta la massa di moneta esistente sul mercato, mentre si abbassa nel caso contrario. Facendo crescere il volume del credito con una riduzione del saggio dello sconto, le Banche centrali provocano un aumento della circolazione, e provocando un aumento della circolazione portano anche ad un elevamento del livello generale dei prezzi. Inversamente, facendo diminuire il volume del credito con un inasprimento del saggio dello sconto, le Banche centrali determinano una contrazione della circolazione, e per il fatto di determinare questa contrazione, portano anche ad una discesa del livello generale dei prezzi.

Certamente questa azione delle Banche centrali sul livello generale dei prezzi non è diretta ma indiretta. L'influenza delle Banche sul volume della circolazione risulta già indiretta essa stessa, perchè si esercita solo a mezzo di variazioni nel saggio dello sconto. Ancora più indiretta si presenta dunque una influenza su quel livello generale dei prezzi che dipende alla sua volta dal volume della circolazione.

Per riassumere, le Banche centrali possono, mediante il saggio dello sconto, agire sulla domanda dei capitali monetari, e sul volume del credito; conseguentemente, e sempre per gli ulteriori effetti dello stesso mezzo, sono in grado di agire anche sul saggio degli investimenti, sulla quantità utilizzata delle monete di Stato e della moneta bancaria, e sul livello generale dei prezzi.

XI. — *L'azione delle Banche centrali sul livello generale dei prezzi, nel campo nazionale ed in quello internazionale.*

Le conclusioni alle quali siamo giunti non sono però ancora complete. Sinora abbiamo esaminato per maggiore semplicità i fenomeni che avvengono in un singolo mercato nazionale, concepito quasi come un mercato chiuso. Nella realtà coesistono numerosi mercati nazionali che hanno fra loro rapporti continua-

tivi ed importantissimi, specialmente attraverso al trasferimento di persone, di merci e di capitali. Ora le Banche centrali sono in grado di influire — entro certi limiti, e sempre colla politica del saggio dello sconto — anche sulla sfera internazionale della attività economica: sfera da cui avevamo fatto sinora astrazione per semplicità e comodità di analisi, ma che in realtà è intimamente legata alla vita interiore di ogni singola nazione.

Naturalmente nel campo strettamente nazionale la Banca o le Banche centrali di ogni paese dispongono di un potere che è più vasto, in ragione stessa del monopolio di diritto o di fatto che esse detengono rispetto al loro mercato di origine. Invece nel campo internazionale, una politica dello sconto in un unico senso non può aversi senza l'accordo preventivo delle Banche centrali dei principali paesi interessati. È evidente che senza un tale accordo, le varie Banche centrali o si muoverebbero concorrenza fra loro, o per lo meno prenderebbero provvedimenti i quali, se anche indirizzati nello stesso senso, presenterebbero sempre una discordanza pratica che renderebbe irraggiungibili, o raggiunti in modo troppo imperfetto, anche i fini tendenzialmente comuni.

Il tema preferito da molti fra i maggiori scrittori in materia — ci basti ricordare il Cassel, il Keynes e l'Hawtrey — e la via indicata da molti rapporti — le relazioni al congresso internazionale di Genova, ad esempio; il rapporto « Macmillan » etc. — è appunto quello di una intesa fra le Banche centrali dei principali paesi, allo scopo di ottenere su scala internazionale e con unità di criteri, il controllo sui livelli generali dei prezzi, sui saggi degli investimenti, etc.

XII. — *Il rialzo dello sconto come freno alla importazione di merci.*

Vediamo ora in che modo le Banche centrali possono agire anche nel campo dei rapporti economici internazionali.

Anzitutto qualsiasi cambiamento nel livello generale dei prezzi di un dato paese rispetto agli altri, modifica le condizioni

preesistenti dell'equilibrio che, al livello di prima, si era stabilito fra quello stesso paese ed i rimanenti. Se, ad esempio, nella nazione A il livello generale dei prezzi si eleva, i commercianti di A tenderanno ad importare una maggiore quantità di merci da quei paesi in cui — il livello generale dei prezzi essendosi conservato costante, od essendo aumentato in minor proporzione — i prezzi relativi sono diventati inferiori. Se le nazioni dei cui rapporti ci occupiamo, avessero lo *standard* oro, una corrente aurea uscirebbe da A per saldare le differenze ai paesi, l'importazione dai quali sarebbe cresciuta; o, per lo meno, con criteri più moderni, si avrebbe un trasferimento giuridico della proprietà di una parte dell'oro da A in vantaggio di B, etc. (1).

In tutti questi casi, la Banca centrale di A può utilmente cercar di frenare le importazioni eccessive, elevando il saggio dello sconto. Un tale elevamento, da una parte scoraggerà direttamente gli importatori che per le proprie operazioni ricorrevano al credito, e dall'altra, provocando, per il processo generale esposto a suo tempo, un abbassamento del livello generale dei prezzi in A, tenderà ad eliminare le condizioni stesse di quello squilibrio che si era appunto determinato in seguito all'elevamento del livello medesimo.

XIII. — *Il rialzo dello sconto come stimolo all'importazione di capitali monetari.*

Ma il rialzo dello sconto può provocare l'intervento di un altro fattore atto ad affrettare, col proprio concorso, il ristabilimento dell'equilibrio.

Nei paesi economicamente progrediti, esistono molti capitali disponibili, che cercano impieghi a non lungo termine, e che

(1) Contempliamo il solo caso delle importazioni e delle esportazioni a puro titolo di esempio. È notorio che le ragioni di debito o di credito di ogni paese verso gli altri sono in realtà molto più numerose di quelle che risultano dal semplice trasferimento di merci. Basti riflettere al turismo, ai servizi navali, agli investimenti, etc etc. Le variazioni nel livello dei prezzi, nell'altezza dei cambi, etc. possono dipendere da variazioni in una qualunque fra queste diverse ragioni di debito o di credito.

preferiscono naturalmente, a parità delle altre condizioni, quelli per cui l'interesse sia il maggiore possibile. Ora se il saggio dello sconto viene portato in A ad un livello sensibilmente più elevato che in B, una certa parte di quei capitali di B che presentano le caratteristiche accennate, si trasferiranno in A, per usufruirvi del saggio più favorevole. In tal modo si determinerà una corrente monetaria da B verso A, che sarà in senso inverso di quella che l'eccesso delle importazioni produceva da A verso B. Tale corrente — anche se ostacolata da molte condizioni che esamineremo a suo tempo — contribuirà a ristabilire più facilmente e più rapidamente un nuovo equilibrio nei flussi e nei deflussi fra le due nazioni.

XIV. — *Le variazioni nel saggio dello sconto e le variazioni nei cambi.*

Non basta. Alle modificazioni nelle esportazioni e nelle importazioni da e per A rispettivamente verso B o da B, corrispondono modificazioni anche nei cambi. Dove esiste lo *standard* oro, si verificherà una alterazione dei cambi riferiti all'oro: nel senso che il cambio di A rispetto a B, quando si abbia un aumento delle importazioni in A, si eleverà per effetto di una ricerca più intensa dei mezzi di pagamento con cui saldare le maggiori differenze passive di A nei confronti di B; mentre, quando si abbia un aumento delle esportazioni da A, avverrà il fenomeno contrario, in conseguenza di una minore domanda dei mezzi di pagamento.

In mancanza di uno *standard* oro — mancanza che corrisponde, come già accennammo, alla realtà delle cose oggi prevalenti — lo squilibrio non avrà altro indicatore monetario che quello di un inasprimento o di una attenuazione dei cambi, misurati semplicemente nella moneta cartacea, o addirittura nella sola moneta di conto, dei rispettivi paesi. Se in A i prezzi sono più elevati che in B, il cambio di A su B sarà parimenti alto, in quanto prezzi elevati significano moneta di basso valore, e, moneta di basso valore implica cambi alti a danno della stessa

moneta, Inversamente nel caso contrario.

Data anzi la teoria della parità del potere d'acquisto dei cambi esteri — teoria sostenuta soprattutto dal Cassel, e secondo la quali i rapporti di prezzo fra le valute estere tendono ad adeguarsi al potere di acquisto che ciascuna di esse ha nel rispettivo paese — si può dire in un certo senso che la legge fondamentale dei cambi risulta più chiara proprio là dove cessa ogni interferenza dell'oro (1).

Data dunque la connessione tra i mutamenti nelle ragioni di debito e di credito del paese A rispetto ai paesi B, C, etc., i mutamenti nel rispettivo livello generale dei prezzi, ed i mutamenti dei cambi, l'influenza della Banca centrale si estenderà anche a questi ultimi, in quanto le loro alterazioni tendono a corrispondere, in estrema analisi, alle alterazioni nel livello generale dei prezzi. Se, ad esempio, un innalzamento nel livello generale dei prezzi in A provoca un inasprimento dei cambi a danno dello stesso A, l'azione della Banca centrale per ottenere un abbassamento del primo è anche una azione per ottenere una attenuazione del secondo.

XV. — *Le variazioni dei cambi e l'azione delle Banche centrali nelle economie controllate.*

Poichè l'attività delle Banche è per definizione una attività monetaria, la loro influenza può mantenere in questo campo un grande rilievo, solo finchè i fenomeni del commercio internazionale conservino una veste monetaria, nel senso completo della parola.

Ma accade ormai che in molti paesi i rapporti economici internazionali non sono più lasciati alla libera iniziativa degli imprenditori, bensì vengono regolati direttamente dai singoli Stati. Per limitarci al commercio di importazione e di esportazione,

(1) Nel « Memorandum sulle monete e sulle Banche centrali » pubblicato dalla Società delle nazioni nel 1926 figurano alcuni diagrammi per diversi paesi, dai quali risulta che le variazioni dei prezzi delle merci all'ingrosso e dei cambi procedono all'incirca paralleli.

lo Stato A tratta direttamente collo Stato B, affinchè le reciproche importazioni ed esportazioni si riferiscano a merci preventivamente fissate, raggiungano determinati quantitativi, varino secondo rapporti prestabiliti, etc. In tali condizioni, l'importazione e l'esportazione non si svolgono più attraverso a veri e propri scambi individuali, ma assumono piuttosto la forma di baratti in blocco. Non si permuta più la merce contro la moneta e la moneta contro la merce, ma la merce contro la merce, o meglio ancora, un certo complesso di merci contro un certo altro complesso.

Sorge allora il *clearing*: per il quale tutte le partite di dare e di avere fra due paesi vengono registrate in conti collettivi, e compensate reciprocamente. Dato un tale sistema, la moneta non esercita più nel commercio internazionale le funzioni che le sono proprie finchè il commercio stesso è lasciato esclusivamente ai singoli imprenditori. Essa non diventa più che una moneta di conto: cioè una comune unità di misura cui vengono riferite le diverse quantità dei beni che non sono fra loro omogenei e che non potrebbero quindi venire diversamente addizionate o sottratte.

In una tale situazione, le Banche centrali non possono più esercitare nei rapporti internazionali l'azione indiretta ma pur sempre efficace, e di primo piano, che svolgevano precedentemente. La loro funzione più caratteristica essendo connessa colla compra-vendita della moneta, la loro attività non può non attenuarsi e non trasformarsi nel campo del commercio internazionale, allorchè quest'ultimo viene regolato direttamente fra Stati, allorchè la moneta non appare più se non come semplice mezzo di conto. Il loro finanziamento ai singoli importatori ed esportatori si risolve nel finanziamento a privati che si muovono nell'orbita dello Stato, e quasi come agenti dello Stato. Esse diventano così in prevalenza organi esecutivi della politica degli Stati rispettivi e perciò perdono in gran parte il carattere di organi direttivi e decisivi.

XVI, — *L'azione delle Banche centrali nel commercio internazionale ed il grado di sanità della circolazione.*

Prescindendo dalle trasformazioni alle quali abbiamo accennato — trasformazioni che sono troppo recenti e troppo limitate a date nazioni, per avere trovata ancora una sistemazione teorica sufficiente — va poi osservato che anche nel campo dei tradizionali rapporti internazionali molte tra le influenze delle Banche centrali sono legate al grado di sanità della circolazione.

Ad esempio, abbiamo ricordato più sopra che, elevando il saggio dello sconto, la Banca centrale del paese A può provocare una importazione di quei capitali disponibili di altri paesi che sono sempre in cerca dei migliori impieghi a non lungo termine. Se infatti l'interesse ufficiale risulterà più alto in A che in B, una certa quota dei capitali di B sarà spinta a trasferirsi in A, sotto lo stimolo del saggio di sconto più elevato. Ma perchè ciò avvenga, i capitalisti di B dovranno avere una sufficiente garanzia che quando vorranno ritrasformare la moneta che hanno portata in A, nella moneta del proprio paese di origine, non subiranno perdite. E ciò alla sua volta non sarà possibile, se non in quanto le condizioni economiche di A li assicurino che la moneta di tale paese non subirà nel frattempo svalutazioni rispetto alla moneta di B. È chiaro, ad esempio, che se nell'intervallo fra l'importazione e la riesportazione dei capitali di B rispettivamente in A e da A, la moneta di A soffrisse una svalutazione di $1/3$, i capitalisti di B, all'atto di liquidare la loro posizione, perderebbero $1/3$ del valore inizialmente conferito.

Non è certo a caso che anche l'effetto del rialzo dello sconto sull'importazione dei capitali dall'estero sia stato teorizzato dagli economisti inglesi. Dopo la riforma bancaria del 1844 e fino alla grande guerra del 1914-18, l'Inghilterra ha basato la propria circolazione sullo *standard* oro. Essa dunque garantiva gli importatori di capitali dall'estero da quei pericoli della svalutazione che sono particolarmente connessi colla circolazione cartacea più o meno inconvertibile. Ed è questa una delle pre-

valenti ragioni per cui, a parità nel saggio dello sconto, l'Inghilterra prima del 1914 ha sempre costituito il principale rifugio dei capitali mobili esteri. Ma quando nel dopo guerra, la sterlina ha cominciato a presentare oscillazioni assai sensibili, le fluttuazioni del cambio hanno finito per neutralizzare anche colà gli attesi effetti del rialzo dello sconto sull'importazione di capitali e di oro dall'estero (1).

XVII. — *Le varie concezioni sulla politica dello sconto.*

Molti fra gli economisti che vissero in un periodo storico in cui lo Stato non era diventato ancora in tanti paesi il regolatore dell'attività economica e dello stesso commercio estero, hanno spesso peccato di unilateralità nel teorizzare l'azione delle Banche centrali a mezzo del saggio dello sconto.

Vi fu un periodo in cui la politica dello sconto delle Banche centrali venne prevalentemente considerata come diretta alla difesa delle riserve in connessione col commercio internazionale. Tale punto di vista ha trovato la sua più perfetta sistemazione nelle classiche opere del Goschen e del Bagehot.

Un'altra concezione della politica dello sconto è quella secondo la quale essa costituirebbe un mezzo prevalente per regolare la quantità della moneta bancaria. Il Marshall, il Cassel (1) e in un certo senso lo stesso Keynes rappresentano alcuni fra i massimi sistematori di questa teoria.

(1) HAWTREY, « Currency and Credit », Capitolo IX.

(1) Il Cassel, nel teorizzare con grande vigore logico l'influenza decisiva che le Banche centrali possono esercitare a mezzo del saggio dello sconto sul volume della circolazione, è giunto ad affermare nel Capitolo LVIII del suo Trattato, che perfino gli alti prezzi dei periodi di prosperità possono considerarsi come un caso d'inflazione. Egli infatti chiama inflazione un deprezzamento del valore della moneta in seguito ad un rifornimento troppo abbondante di mezzi di pagamento, e perciò sostiene che se le Banche centrali limitassero in tempo utile ed in misura sufficiente tale rifornimento a mezzo di opportuni inasprimenti del tasso dello sconto, il rialzo dei prezzi nel periodo ascensionale del ciclo economico potrebbe venir evitato. La conclusione del Cassel è senza dubbio esagerata, perchè fra l'altro, sul movimento dei prezzi influiscono anche cause non monetarie. Ma l'eccesso stesso della sua tesi giova a mettere in maggior rilievo tutta l'importanza dei problemi della circolazione e del loro rapporto colla politica del saggio dello sconto.

Infine alcuni autori più moderni — fra i quali il Keynes dell'ultima maniera merita, malgrado i suoi errori, un posto preminente — considerano la politica dello sconto soprattutto sotto il profilo della sua influenza rispetto al volume degli investimenti. Da quasi due secoli gli economisti avevano avvertita la correlazione esistente fra l'altezza del saggio dell'interesse e la grandezza degli investimenti. Basti ricordare i famosi passi del Turgot, ai quali ci siamo più volte richiamati. Ma questa correlazione non era stata sufficientemente collegata nè colle variazioni di quel particolare interesse che è proprio delle Banche (lo sconto), nè colla politica delle Banche relativamente allo stesso sconto. E merito del Keynes e di pochi altri economisti moderni, l'avere trovato il legame tra le varie componenti del fenomeno, e l'avere inquadrata una verità generale già nota, nell'organizzazione e nelle funzioni specifiche delle Banche centrali.

In sostanza le tre concezioni alle quali abbiamo accennato, rispecchiano aspetti diversi ma fra loro coordinati, della attività bancaria. Esse non sono che le differenti faccie di un medesimo prisma. Lo stesso ordine storico con cui esse si sono successivamente presentate risponde all'evoluzione dei fenomeni economici in generale, ed in particolare di quelli del credito.

Finchè nei paesi alla testa del progresso economico esisteva in una relativa purezza lo *standard* oro; finchè i prezzi, superate le grandi variazioni proprie del periodo napoleonico, avevano presentata una certa stabilità, la funzione prevalente da parte delle Banche centrali sembrava la difesa delle riserve oro. Ma, quando, in seguito alla guerra del 1914-1918, i prezzi presentarono fluttuazioni che sono fra le più violente della storia economica, ed il problema della disoccupazione acquistò un rilievo particolarmente grave, nulla di più naturale che gli economisti siano stati condotti ad allargare il proprio orizzonte, ed a mettere in evidenza da una parte i rapporti fra l'attività delle grandi Banche ed il livello generale dei prezzi, e dall'altra i rapporti fra l'attività stessa ed il volume degli investimenti.

XVIII. — *I pessimisti e gli ottimisti in rapporto all'efficacia della politica dello sconto.*

Abbiamo finora ammessa in linea generale l'efficacia della politica dello sconto, pur accennando — per inevitabile connessione di materia — agli ostacoli ch'essa può incontrare nelle ipotesi di una circolazione non sana. Dobbiamo ora invece esaminare da un punto di vista più generale, i limiti contro cui essa si urta anche in altre condizioni economiche: limiti di fronte ai quali quelli creati da una circolazione patologica non rappresentano se non uno dei casi.

Esistono anche qui i pessimisti e gli ottimisti.

I pessimisti — e bisogna riconoscerlo, i pessimisti più conseguenti — sono coloro che negano addirittura gli effetti delle variazioni dello sconto, in quanto negano quella che è la base stessa per tali effetti: l'elasticità della domanda del potere d'acquisto in genere, ed, in ispecie, della domanda dei capitali. Tale opinione è stata da noi lungamente confutata nel Capitolo X del nostro studio « Il risparmio e l'interesse » etc.; non possiamo dunque ripetere qui argomenti che abbiamo già svolti altrove.

Ci limiteremo a ricordare che la sensibilità della domanda dei capitali alle variazioni nel saggio dell'interesse e dello sconto, risulta, non soltanto da considerazioni generali, ma anche da esperienze statistiche irrefutabili. Così nel suo interessante studio « Oscillazioni dello sconto e dei prezzi » (Giornale Economisti, aprile 1916), il professor Bresciani Turroni, esaminando per il periodo 1889-1908 le correlazioni fra il saggio dello sconto della Banca d'Inghilterra e l'ammontare delle cambiali ad essa presentate, ha constatato che, mentre nell'indicato periodo si sono avute 71 variazioni del saggio della Banca a fine mese rispetto al mese anteriore, almeno 46 di esse sono state seguite da variazioni in senso opposto, dell'ammontare delle cambiali scontate. Questo esempio, come altri che si possono citare, dimostra che esiste una elasticità anche per la domanda di capitali, e che le variazioni del prezzo del loro uso

devono dunque agire sulla domanda medesima.

Gli ottimisti invece sono coloro che tendono a considerare la politica dello sconto come infallibile in qualsiasi condizione ed in qualunque caso. Un ottimismo così esagerato è forse il riflesso della situazione particolare dell'Inghilterra fino al 1914, e cioè di una situazione che ha un carattere doppiamente storico: in quanto si riferisce alle particolari condizioni di un dato paese, e per di più a queste condizioni durante un determinato periodo ormai superato. Non è certo a caso se la pratica prima, e la teoria poi del saggio dello sconto sono nate nella Gran Bretagna. Negli anni che vanno tra la grande riforma della Banca d'Inghilterra (1844) e l'inizio della guerra del 1914-18, la parte di gran lunga maggiore della circolazione inglese era costituita da moneta bancaria, e cioè da quella specie di moneta che è per definizione più sensibile ai freni della Banca centrale. Inoltre nello stesso periodo, se si erano verificate frequenti crisi, queste tuttavia si erano limitate ad uno od a pochi rami della industria, e non avevano mai presentato i caratteri di violenza e soprattutto di generalità che hanno caratterizzato la crisi mondiale accentuatasi nel 1928-29. Ora, come è intuitivo, e come meglio constateremo fra poco, la politica del saggio dello sconto vede diminuire la propria efficacia proprio in ragione della gravità e della vastità delle crisi economiche.

XIX. — *La politica dello sconto e lo stato della circolazione.*

Ancora una volta la verità sta in mezzo fra le esagerazioni dei pessimisti e degli ottimisti.

Una prima condizione perchè il volume del credito ed il livello generale dei prezzi rispondano in misura rapida e sufficiente alle variazioni del saggio dello sconto, è data dallo stato della circolazione. Si tratta di una osservazione che abbiamo già svolta nel considerare il diverso grado di influenza delle Banche centrali sulla quantità della moneta, quindi sul livello generale dei prezzi, etc., a seconda dei differenti caratteri della circolazione. Ma allora il rilievo fu staccato e fugace, mentre

ora va approfondito e ricondotto ad un ordine più generale di considerazioni.

Senza troppo ripeterci, si può in sintesi affermare che l'elasticità della circolazione per rispetto alla politica dello sconto, riesce massima quando la quantità del circolante è determinata soltanto dai bisogni economici, e quando la parte di essa di gran lunga superiore alle altre è data dalla moneta bancaria propriamente detta; mentre tende a diventare sempre minore, quanto più la quantità del circolante è subordinata anche alle esigenze dello Stato, e quanto minore risulta pertanto la quota di circolazione a carattere bancario ed economico, per rapporto alla quota costituita dal debito Statale.

Nella prima ipotesi la Banca centrale, agendo sul credito colle variazioni del saggio dello sconto, agisce al 100 per 100 sopra una circolazione le cui dimensioni complessive si ricollegano appunto ai bisogni ed al meccanismo del credito stesso. Invece nelle altre ipotesi, le Banche centrali, allorchè variano lo sconto, operano su quella parte del credito e della circolazione che è rappresentata dalla sola moneta bancaria e dai biglietti richiesti dall'economia propriamente detta, ma non possono estendere la propria influenza su quella parte della circolazione creditizia che rappresenta il debito dello Stato.

XX. — *La politica dello sconto e le condizioni della circolazione in alcuni fra i principali paesi dopo la guerra del 1914-18.*

Il fenomeno si è manifestato pienamente negli anni successivi alla guerra 1914-18, indipendentemente anche dagli effetti della grande crisi successiva.

In seguito agli enormi prestiti che le Banche centrali avevano dovuto fare ai rispettivi Stati, la loro funzione di Banche dei banchieri — che aveva costituito la loro principale caratteristica nel precedente periodo di pace — era diventata quasi dovunque di secondaria importanza rispetto al giganteschiare dell'altra loro funzione — prima invece di rilievo assai minore — la funzione di banchieri dello Stato. Mentre fino al

1913 la quota principale delle loro operazioni era rappresentata da prestiti ai privati, alla fine del 1918 la quota massima era invece rappresentata da prestiti allo Stato. Ecco le cifre per l'Italia, la Francia, la Germania e l'Inghilterra: (1)

QUOTE PERCENTUALI DEI CREDITI DELLE BANCHE CENTRALI
RISPETTO AL TOTALE DEI CREDITI

	<i>Italia</i>		<i>Francia</i>		<i>Germania</i>		<i>Inghilterra</i>	
	fine 1913	fine 1918	fine 1913	fine 1918	fine 1913	fine 1918	fine 1913	fine 1918
	‰		‰		‰		‰	
Crediti sullo Stato	24	69	16	83	21	98	38	49
Prestiti su fondi di Stato	11	8	27	5	}	79	}	62
Altri impieghi	65	23	57	12				
	100	100	100	100	100	100	100	100

Come si vede, in Germania, e, per quanto in minor misura, anche in Francia, il massimo debitore delle Banche centrali era divenuto, in seguito alla guerra, lo Stato. In Germania le operazioni a favore dello Stato raggiungevano addirittura alla fine del 1918 il 90% di tutte le operazioni, ed in Francia l'83 per cento. La situazione era già meno peggiore in Italia; e risultava poi relativamente ancor buona in Inghilterra, dove — permettendo la maggior ricchezza di colpire direttamente ed in larga misura i contribuenti — il credito ai privati era disceso soltanto dal 62 al 51%.

In tali condizioni, che significato avrebbe potuto avere la politica dello sconto nella Germania del 1918? Qualsiasi variazione dello sconto non avrebbe mai interessato che il 2% del credito, visto che il restante 98% era costituito dai debiti congelati dello Stato. Anche in Francia le variazioni del saggio dello sconto alla stessa data non avrebbero potuto toccare che il 17 % di tutto il credito. Solo in Inghilterra si poteva ancora parlare di una politica del saggio dello sconto, una volta che il credito ai privati rappresentava pur sempre il 51% del volume del credito complessivo. Per quanto la diminuzione dal

(1) « Memorandum sulle Monete e le Banche centrali ». · Società delle Nazioni, Ginevra, 1926.

62% del 1913 alla nuova cifra del 1918 fosse assai notevole, tuttavia la metà ancora del credito conservava la possibilità di risentirsi — sia pure più debolmente di prima — di una riduzione o di un inasprimento nel saggio dello sconto.

Osserva dunque giustamente il ricordato « Memorandum » che « finchè le Banche centrali erano appesantite dal debito dello Stato e dalla corrispondente emissione dei biglietti, esse non potevano esercitare un controllo notevole sul credito, dato che l'emissione predetta era privata della sua elasticità ». Sotto questo punto di vista, si può dire che — eccezione fatta per l'Inghilterra dove la questione, per quanto pregiudicata, restava più di misura che di sostanza — negli altri grandi paesi dell'Europa l'influenza delle Banche centrali a mezzo del saggio dello sconto non ha potuto riprendere, se non dopochè i sistemi monetari vennero riformati e fu liquidata la più gran parte dei debiti degli Stati verso le rispettive Banche centrali.

XXI. — *La politica dello sconto e le grandi crisi economiche.*

L'altra grande causa che — anche con un sistema monetario tecnicamente sano — può rendere insufficiente la politica del saggio dello sconto, si riconnette ai perturbamenti che l'attività economica presenta nei sistemi a base individualistica.

L'economia capitalistica offre variazioni cicliche ricorrenti, le quali sono comprese fra estremi di tempo che per l'Inghilterra, ad esempio, possono calcolarsi all'incirca in quindicenni successivi. Queste variazioni cicliche sono caratterizzate da una fase ascendente e da una discendente. Nella prima regna la fiducia e l'attività. I prezzi di vendita, e di conseguenza anche i margini, sono elevati, ed in continuo aumento; la occupazione ed i salari crescono; si creano nuove imprese; si allargano quelle esistenti; il credito è facile, e va a beneficio anche delle iniziative meno prudenti. Sopravviene poi la fase discendente, in cui all'ottimismo succede il pessimismo, ed all'attività febbrile la stasi. I prezzi discendono rapidamente, e con essi i margini positivi si riducono in larga misura, ed anzi in molti casi vengono sostit-

tuiti da margini negativi. Molte imprese industriali e bancarie falliscono, o chiudono; la disoccupazione si estende; i salari si riducono. In queste condizioni la fiducia vacilla. I privati si rifiutano di investire il loro danaro in azioni, in obbligazioni e perfino in ipoteche; più ancora, ritirano i loro depositi dalle Banche. Queste ultime alla loro volta, minacciate da un tale pericolo, non possono cercar di salvarsi se non restringendo in larghissima misura il credito.

Se la crisi si approfondisce e se inoltre si estende a molti rami, la fiducia viene a cessare completamente. È quello che è accaduto in misura prima non mai vista, durante la crisi mondiale iniziata nel 1928-29. Nell'America del Nord, ad esempio, risorse e su vasta scala, il fenomeno della tesaurizzazione, che sembrava superato per sempre dall'economia moderna. I nuovi risparmi monetari stagnarono inoperosi nelle casse dei privati, anzichè defluire alle Banche.

Finchè durano tali estremi, che effetti potrebbe ottenere una Banca centrale la quale, per rianimare gli affari, tentasse di facilitare il credito anche con una fortissima riduzione del saggio dello sconto? L'elasticità della domanda dei capitali, giunta ad un punto morto, non può più funzionare. Quella che è ormai cessata è la domanda stessa dei capitali. La sfiducia generale ha fatto scomparire gli imprenditori mutuari.

La molla degli stimoli privati, sulla quale si può puntare in periodi ordinari, è dunque ormai spezzata. Solo l'intervento dello Stato potrà, con misure eroiche, cercar di ristabilire la situazione, e creare nuovamente le basi sulle quali i meccanismi normali si trovino poi in grado di riprendere eventualmente a funzionare.

Appaiono, dopo ciò, soverchiamente ottimiste le idee del Cassel, il quale nel Capitolo LXXX del suo Trattato — troppo fidando, come sempre, nella reazione spontanea delle forze individuali — rappresenta una congrua riduzione del saggio dell'interesse come una misura in ogni caso sufficiente per una ripresa degli affari anche nella fase discendente del ciclo economico. Ad un dato punto del Capitolo citato il Cassel osserva che « per ottenere l'equilibrio occorre... che ogni azione provo-

chi una reazione ». Ma egli non ha visto che quando la crisi raggiunge certe proporzioni, è proprio la discesa del saggio dell'interesse quella che non ha più la forza di provocare da sola una ripresa vera e propria.

Un giudizio molto equilibrato sulla influenza della politica dello sconto in rapporto all'aumento degli investimenti, è consacrato nel famoso rapporto Macmillan: rapporto che non a caso fu presentato dopo la prima fase dell'ultima crisi mondiale. Tale giudizio può così riassumersi: « In condizioni normali è innegabile che la Banca centrale, aumentando il volume e riducendo il costo (prezzo) del credito bancario, può influire sugli investimenti. Ma, per esempio, in un momento di grande depressione, un semplice cambiamento nel costo del credito, specie a breve termine, non basta, perchè, data la mancanza di fiducia, i mutuatari non si presentano ».

XXII. — *La politica dello sconto nelle opposte fasi del ciclo economico.*

Agli effetti del ciclo si può dire che l'azione più utile spetta alle Banche centrali durante la prima delle sue due fasi. Esse possono cercar di frenare il ritmo dell'ascesa, e tentar di impedire che i prezzi ed i margini raggiungano quelle altezze, oltre le quali il baratro si aprirebbe fatalmente. Essendo attiva, anzi troppo attiva la domanda dei capitali, esse si trovano certo in grado di ostacolare l'aumento troppo rapido di tale domanda, elevando il prezzo del credito, inasprendo cioè il saggio dello sconto. Potrà questa politica non riuscire sempre, specie se iniziata troppo tardi od applicata in misura non sufficiente; ma certo è la sola praticabile in un momento in cui le leggi economiche basate sulla iniziativa privata svolgono ancora il loro giuoco.

È lecito quindi concludere che se la riduzione del saggio dello sconto per incoraggiare la ripresa degli affari è — da sola — un'arma poco efficiente nella fase discendente del ciclo, specie nell'ultima parte di tale fase, e specie se la crisi è troppo

vasta e profonda, l'inasprimento del saggio dello sconto per frenare la speculazione può dare risultati ben più efficaci nella fase ascendente del ciclo, sempre quando sia praticata con tempestività e con sufficiente energia.

In generale poi non bisogna mai dimenticare che l'altezza del saggio dello sconto non acquista un significato sufficiente finchè venga considerata per sè stessa. Non si può dire, ad esempio, che il saggio dello sconto è elevato, e deve quindi produrre gli effetti propri dello sconto elevato, solo perchè giunge al 7% ; o viceversa, che è basso, e deve quindi produrre gli effetti propri dello sconto basso, solo perchè discende al 3%.

L'altezza del saggio dello sconto assume il suo pieno significato solo quando venga posta in rapporto alle condizioni generali in cui opera, e specialmente in rapporto al livello dei prezzi e quindi dei margini. In un periodo di attività intensa e di prezzi aumentanti, un tasso del 6% può non essere un freno sufficiente, mentre in un periodo di depressione e di prezzi calanti, un tasso del 3% ed anche uno assai minore può rivelarsi uno stimolante troppo poco energico. A proposito di questo secondo caso, osserva il Keynes nel Capitolo I della sua « Riforma monetaria » che quando i prezzi all'ingrosso scendono del 30 o del 40 per cento fra la media di un anno e quella dell'anno successivo, come è avvenuto in Inghilterra e negli Stati Uniti durante il 1921, anche un saggio di sconto dell'1% può dimostrarsi gravoso per gli affari.

È solo quando il saggio raggiunge valori insoliti, estremamente alti o estremamente bassi, è solo allora che si può ammettere *a priori* ch'esso tenderà a costituire nel primo caso un freno efficace alla speculazione e nel secondo caso — semprechè non si verifichino gli estremi esaminati nel § XXI — un incoraggiamento efficace alla ripresa economica.

Nel considerare le variazioni del saggio dello sconto durante le diverse fasi del ciclo economico non si deve poi dimenticare che, se esse agiscono in generale su tali fasi, queste ultime alla loro volta influenzano le prime, intensificandole. Così i momenti della prosperità provocano l'elevamento del tasso, portandolo fino al punto dopo il quale si avrà la sua caduta, ed i momenti

della depressione ne rendono maggiore il ribasso, fino al limite oltre il quale ricomincerà la sua nuova salita.

XXIII. — *L'origine e lo sviluppo della politica dello sconto in Inghilterra.*

Data l'importanza della politica dello sconto da parte delle Banche centrali, non riuscirà inopportuno un breve cenno storico sulle sue origini e sulle sue principali applicazioni. Tale cenno riguarderà però quasi esclusivamente il mondo anglo-sassone, ed in particolare l'Inghilterra, giacchè è quest'ultimo il paese in cui — essendo maggiore l'elasticità della circolazione, specie a causa della grande preponderanza della moneta bancaria propriamente detta — la politica dello sconto ha potuto svolgersi in maniera più sistematica ed ottenere i suoi risultati più brillanti.

Secondo il Keynes e l'Hawtrey, l'efficacia del tasso dello sconto per il controllo di una moneta regolata fu una vera e propria scoperta economica che risale agli anni 1836-37, e che venne poi perfezionata colle successive esperienze. Prima del 1837 tale concezione non esisteva. Ad esempio, non se ne trova traccia nel Ricardo sebbene questi, anche al di fuori dei suoi famosi « Principi », si sia spesso e vivacemente occupato dei problemi monetari del suo tempo. Prima di Ricardo infatti, il saggio di sconto della Banca d'Inghilterra restava quasi sempre fisso. Per 76 anni, dal 1° maggio 1746 al 30 giugno 1822, esso rimase invariato al 5%, e dal 1822 al 1839 presentò lievi fluttuazioni tra il 4 ed il 5%.

Fu davanti al Comitato parlamentare del 1832, che il Governatore della Banca, Horsley Palmer, riconobbe che la Banca stessa poteva servirsi delle variazioni del saggio dello sconto, come di un mezzo per agire sul livello dei prezzi. Il tasso ufficiale della Banca sorpassò, per la prima volta, il 5%, il 20 giugno 1839, fissandosi al 5¼, e raggiunse il 6% sei settimane dopo. Con queste ultime variazioni si inizia veramente da parte della Banca d'Inghilterra, la politica del saggio dello sconto.

XXIV. — *Il rialzo dello sconto in Inghilterra durante alcune delle principali crisi.*

La prima grande crisi dopo la riforma bancaria del 1844, si ebbe in Inghilterra nel 1847. Il primo ministro ed il Cancelliere dello Scacchiere inviarono allora una lettera al Direttore della Banca d'emissione in cui gli dichiaravano che erano pronti, se necessario, ad autorizzare la sospensione del limite della circolazione fiduciaria stabilito colla legge del 1844, purchè la Banca avesse portato il saggio dello sconto a non meno dell'8%. Questo avvertimento sortì il suo effetto sul pubblico e non fu più necessario tradurre in atto la progettata sospensione.

Nella susseguente crisi del 1857 si produsse una situazione solo in parte analoga. Il saggio dello sconto venne elevato alle massime altezze, ma nello stesso tempo fu necessario portare realmente la circolazione oltre il limite legale.

Molto grave risultò anche la crisi del 1866. Essa era stata preceduta da una minore crisi preparatoria nell'autunno del 1864: momento nel quale il saggio della Banca d'Inghilterra venne portato al 9%. Fallita poi nel maggio una delle più grandi Banche (la « Overend and Gurney »), il tasso dello sconto fu elevato al 10%, e vi rimase per due mesi. Non fu però necessario sorpassare il limite della circolazione fiduciaria. Il semplice annuncio che il Governo era disposto ad adottare tale misura, bastò ad agire sul mercato.

Altre gravi crisi si sono avute in Inghilterra verso il 1883-84, nel 1890 e nel 1908. Nei primi due casi il saggio ufficiale dello sconto venne elevato al 6%, e nel terzo al 7%. Non si presentò però mai la necessità di eccedere il limite legale della circolazione dei biglietti.

A prescindere da altre minori fluttuazioni, si ebbe poi, per ragioni non soltanto economiche, ma anche politiche, la crisi coincidente con lo scoppio della penultima guerra mondiale (1914). Fu allora elevato il saggio, e venne nel contempo autorizzato un eccesso della circolazione fiduciaria. Il massimo di tale eccesso ammontò a lire sterline 3.043.000.

Si determinò finalmente la lunga crisi del dopoguerra, durante la quale il saggio della Banca fu elevato al 7% nell'aprile 1921, rimanendo poi a questo livello per oltre un anno; venne ridotto al 6½ nel 1929, e, dopo essersi mantenuto a tale altezza durante venti settimane, scese al 6% nel febbraio 1932.

Nel corso della fase più depressiva della crisi, sorse un vivace contrasto di opinioni. I banchieri e gli economisti ligi alle concezioni tradizionali, ritennero che lo scopo più utile sarebbe stato quello di ottenere una rapida deflazione dei prezzi, ed un ritorno allo *standard* oro nella sua purezza dell'anteguerra. Essi quindi caldeggiarono ed ottennero un elevato saggio dello sconto per un lungo periodo. Invece altri economisti come il Keynes, l'Hawtrey, etc., sostenevano che una deflazione troppo rapida sarebbe riuscita fatale; che fosse più conveniente il mantenimento di un livello costante dei prezzi, e che il saggio dello sconto dovesse perciò venire abbassato in opportuna misura. Le polemiche che hanno data la prima celebrità internazionale al nome del Keynes si riferiscono appunto ad una tale piattaforma. Molte delle concezioni del Keynes trionfarono poi nel famoso rapporto « Macmillan » (1931) che ha segnato, in confronto della precedente relazione « Cunliffe » (1918), e specie in rapporto ai problemi di cui ci stiamo occupando, un vero rovesciamento di posizioni.

XXV. — *Le maggiori altezze del saggio dello sconto in Inghilterra a partire dal 1870, e la loro durata.*

Ecco ora, a partire dal 1870, i saggi più alti del tasso dello sconto in Inghilterra, colle date corrispondenti, e col numero delle settimane rispettivamente trascorse prima che tali saggi fossero riportati alle quote più normali del 3½ e del 3%: (1)

(1) HAWTREY, « The Art of Central Banking », Capitolo IV.

Date	Massimi del saggio dello sconto	Numero delle settimane per riportare i saggi massimi	
		al 3½ %	al 3 %
11 agosto 1879 . . .	6 %	3	5
28 novembre 1872 . . .	7 %	9	—
12 giugno 1873 . . .	7 %	7	10
20 novembre 1873 . . .	9 %	8	—
7 gennaio 1875 . . .	6 %	—	3
21 novembre 1878 . . .	6 %	—	10
23 febbraio 1882 . . .	6 %	—	4
20 febbraio 1890 . . .	6 %	7	8
4 dicembre 1890 . . .	6 %	7	8
11 gennaio 1900 . . .	6 %	19	22
2 gennaio 1908 . . .	7 %	9	11
28 aprile 1921 . . .	7 %	59	63
31 ottobre 1929 . . .	6½ %	20	26
18 febbraio 1932 . . .	6 %	4	9

A proposito delle vicende iniziatesi coll'aprile 1921, l'Hawtrey, dopo aver rilevato il caso eccezionale per cui il ritorno dal 7 % al 3½ % richiese ben più di un anno di tempo, osserva testualmente: « Il saggio della Banca al 7 % per 54 settimane: ecco la causa della tremenda deflazione che al principio del 1922 aveva ridotto a circa la metà il livello dei prezzi all'ingrosso, ed aumentato a 2 milioni il numero dei disoccupati ». Il giudizio dell'Hawtrey può risentirsi delle esagerazioni di un autore che ha voluto attribuire alle variazioni del saggio dello sconto una importanza forse anche eccessiva, ma certo esse contengono pur sempre una grande parte di verità.

XXVI. — *I rialzi del saggio dello sconto negli Stati Uniti ed in Germania.*

Quanto agli Stati Uniti lo stesso Hawtrey ricorda che le principali crisi finanziarie vi si sono verificate negli anni 1857, 1873, 1884, 1893 e 1907. La più acuta e la più vasta di tutte è poi quella che, dopo varii accenni, scoppiò definitivamente nell'ottobre 1929, si trascinò per varii anni, e praticamente non è ancora risolta del tutto.

A parte l'elevamento nello sconto delle Banche centrali, una delle caratteristiche delle crisi americane è il violento rialzo nel saggio dell'interesse sul danaro al giorno per giorno. Nel 1884

tale saggio è salito per un certo periodo al tasso del 4%. Durante la crisi del 1893 si verificarono tassi ancora più forti. Nel marzo di quell'anno il saggio su moneta a brevissimo termine si spinse in un certo momento al 50%; il 29 giugno balzò al 73% ed il 1° luglio salì alle vette fantastiche del 140%. (1) Sono questi i tassi che si possono pagare soltanto per ottenere il ritardo di un giorno nella proclamazione della bancarotta!

Circa la grande crisi scoppiata nel 1928-29, basti ricordare che il saggio dell'interesse su moneta al giorno per giorno, il quale nel quinquennio 1923-27 aveva oscillato da un massimo del 4,85 nel 1932, ad un minimo del 3,08 nel 24, salì al 6,21 nel giugno 1928; al 7,26 ed all'8,60 rispettivamente nel settembre e nel dicembre del 1928; al 9,10 nel marzo del 1929, ed al 9,23 nel luglio dell'anno medesimo. Una curva ugualmente ascendente, ma con massimi più bassi, presentò pure l'interesse su danaro a breve termine.

Nel dopoguerra si ebbero saggi elevatissimi anche in Germania. A Berlino ad esempio, nel 1923 un saggio superiore al 108% per impegni a breve termine si dimostrò inadeguato. Ma qui l'altezza del tasso si trovava collegata colla crescente e rapidissima svalutazione della moneta in cui i debiti erano riconosciuti. Essa rappresentava semplicemente il tentativo di garantire il creditore contro questa stessa svalutazione.

(1) HAWTREY « *Currency and Credit* », Capitoli X, XI e XIX.

CAPITOLO VII.

LE DIVERSE ALTEZZE DELL'INTERESSE ED I TRASFERIMENTI DEI CAPITALI MONETARI NEI MERCATO INTERNAZIONALE.

I. — *I mercati nazionali ed il mercato internazionale dei capitali.*

Nella maggior parte delle precedenti analisi abbiamo considerato il mercato dei capitali all'infuori da ogni precisazione e distinzione politico-geografica, quasi rappresentandolo come un mercato unico. Ma una tale ipotesi, se può essere utile in un primo momento per motivi di semplicità, e se può anche non riuscire dannosa finchè si considerino certi fenomeni dell'interesse, diventa un ostacolo insormontabile quando si vogliano esaminare a fondo le differenze nel saggio dell'interesse esistenti in uno stesso momento da luogo a luogo, ed i trasferimenti dei capitali monetari determinati, fra un luogo e l'altro, da queste stesse differenze.

Nella realtà delle cose il mercato internazionale si distingue in un complesso di mercati nazionali comunicanti fra di loro, ed uno stesso mercato nazionale si fraziona in un insieme di mercati regionali. Tuttavia, finchè si consideri una sola nazione, ed in questa l'interesse soltanto per impegni a breve scadenza, il saggio unico è assicurato dal fatto che esso viene determinato prevalentemente dalla Banca centrale, e che questa dispone di un vero e proprio monopolio rispetto al mercato interno. Le diversità dei saggi in uno stesso paese si verificheranno piuttosto per gli investimenti a medio e lungo

termine, Gli istituti di credito e la ricchezza non sono distribuiti egualmente fra le varie regioni. Ad esempio in Italia, le Casse di Risparmio sono più numerose nel settentrione, che non nel centro, e nel centro piuttosto che nel meridionale; la ricchezza per abitante è più elevata all'incirca secondo lo stesso ordine etc. — E dunque inevitabile che per tutti quegli investimenti a medio e lungo termine che, non essendo specializzati, non dipendono da grandi Istituti a direzione centralizzata, si abbiano sensibili differenze di saggi da una regione all'altra.

Finchè si tratta di una stessa nazione si può tuttavia ammettere che queste differenze non saranno troppo forti, e che tenderanno alla lunga ad attenuarsi sempre più. Diversa invece si presenta la situazione se si consideri il mercato internazionale.

II. — *Il mercato dei capitali a lungo ed a breve termine.*

Volendo occuparci d'ora innanzi del solo mercato internazionale, considereremo per maggiore semplicità unicamente due soli mercati nazionali A e B, colla intesa che le conclusioni alle quali giungeremo potranno applicarsi, pur quando la visione venisse allargata, contemporaneamente anche alle nazioni C, D, etc.

Si supponga che nella nazione A il saggio dell'interesse per investimenti a lungo, medio e corto termine si mantenga durante un certo tempo più alto che non il saggio per i correlativi investimenti nella nazione B. Si può allora ammettere che, se non vi si opporranno particolari difficoltà o speciali pericoli, una certa quota dei capitali disponibili in B tenderà a trasferirsi verso A, perchè attratta dal saggio differenziale dell'interesse.

Non è però indifferente, per i problemi di cui stiamo ora trattando, la diversa durata dell'impiego che i capitali disponibili di B cercheranno e troveranno in A. La questione che più ci occupa è di stabilire se ed in quali limiti il passaggio

dei capitali monetari da un paese all'altro tende a livellare le differenze nei rispettivi saggi dell'interesse. Ora è proprio a tali effetti che anche la lunghezza dell'impiego esercita la sua influenza.

Anzitutto una buona parte degli investimenti a lunga durata da un paese all'altro si verifica sotto la forma di sottoscrizioni di azioni per imprese come le costruzioni ferroviarie, di interessenze in miniere, in aziende elettriche, etc. Ma i dividendi di queste azioni assumono assai più il carattere di profitto, che non di interesse puro e semplice, e rientrano quindi in una sfera economica che — per quanto le sia intimamente collegata — è pur sempre diversa da quella dell'interesse vero e proprio. Inoltre la rapidità e la continuità di trasferimenti, che è propria degli investimenti a medio e specialmente a breve termine, non è compatibile con quella che distingue gli investimenti a lungo termine. Con una sapiente opera di propaganda, sarà sempre possibile collocare sopra un mercato come Londra le azioni di una ferrovia nell'India o di una miniera nel Sud-Africa. Ma la propaganda richiederà sempre un certo tempo, ed il flusso si arresterà non appena saranno state raggiunte le grandezze richieste da quel dato finanziamento.

Invece nei paesi più ricchi esiste sempre una certa quantità di capitali disponibili che, desiderando conservare una maggior liquidità e nello stesso tempo ottenere il più alto interesse possibile, è sempre pronta a trasferirsi, provvisoriamente, per impieghi a medio e specialmente a corto termine, là dove il saggio dell'interesse o dello sconto è più elevato. Sono dunque i capitali di tale natura quelli sui quali dobbiamo maggiormente portare la nostra attenzione agli effetti di un eventuale rapido livellamento nei varî saggi nazionali dell'interesse. In altre parole, il problema che ci occupa, si pone più che altro come il problema di un eventuale livellamento nei saggi per impieghi a breve termine.

III. — *Il mercato internazionale dei capitali monetari ed il livellamento dei saggi nazionali dell'interesse, secondo la concezione liberista dell'equilibrio.*

In una prima approssimazione sembrerebbe potersi concludere che, se i capitali di cui si parla esistono in B quando in A l'interesse è più alto, si determinerà un tale trasferimento di capitali da B in A, per cui il saggio dell'interesse a corto termine tenderà ad eguagliarsi nei due paesi. Infatti il capitale monetario disponibile in B diminuirà di quanto cresce in A; e corrispondentemente l'interesse scenderà in A per l'aumentare dell'offerta, mentre si eleverà in B per la causa opposta. Il movimento dei capitali fra i due paesi cesserà quando la diminuzione dell'offerta nell'uno e l'aumento nell'altro avranno portato ad un saggio eguale dell'interesse.

Senonchè una tale visione è troppo semplicista per consentire in seguito un accostamento sufficiente alla realtà. Il metodo delle approssimazioni successive è pericoloso, e può anzi dar luogo a conclusioni sostanzialmente errate, se nel gettare le basi per la approssimazione che deve essere la prima e la più semplice, si pongano premesse le quali in seguito, anzichè subire dall'esame di condizioni ulteriori, semplici limitazioni, o complementi, esigano correzioni tali da alterare troppo profondamente il loro stesso carattere iniziale.

Lo schema al quale abbiamo accennato, si ispira alla concezione liberista di un equilibrio che dovrebbe raggiungersi, ed in modo perfetto, per il solo giuoco delle forze individuali. Senonchè una tale concezione, se è praticamente inapplicabile — nazionalmente ed internazionalmente — a quei paesi che si sono dati una economia fortemente controllata dallo Stato, è insostenibile, nel campo internazionale, anche per quei paesi che si mantengono tuttora fedeli ad una economia più indipendente del potere centrale.

Il mercato internazionale è per sua natura così pieno di ostacoli, e presenta quindi una fluidità relativamente così scarsa, da annullare tutte le costruzioni teoriche — sia pure di prima

approssimazione — che nel loro semplicismo prescindano da condizioni talmente caratteristiche.

IV. — *I trasferimenti internazionali dei capitali monetari nella realtà statistica.*

Che i trasferimenti ai quali abbiamo accennato si verifichino effettivamente, almeno fra certi mercati, è realtà di pubblico dominio, anche se mancano al proposito precisazioni statistiche per un numero sufficiente di nazioni.

Il Keynes ad esempio, nel Vol. II, Capitolo XXXVI, del suo « Trattato sulla moneta » stima che l'entità del fondo internazionale per i prestiti a breve scadenza fosse alla fine del 1929 di almeno 1 miliardo di lire sterline. Di questo miliardo, 600 milioni proverrebbero da Nuova-York, 300 milioni da Londra e 100 milioni da altre piazze.

Gli Stati Uniti costituiscono il solo paese in cui si sia fatto il tentativo di compilare le statistiche dei prestiti a breve scadenza. Ecco i dati che nella stessa opera e nello stesso Capitolo, il Keynes riporta dalle pubblicazioni ufficiali di quel « Dipartimento del Commercio »:

DEBITO IN DOLLARI DELL' ESTERO VERSO GLI STATI UNITI

	31 Dicembre 1928	31 Dicembre 1929
Debiti americani all'estero	198.588.000	189.740.000
Impegni di Banche americane per accettazione di tratte emesse da stranieri	508.822.000	768.912.000
Scoperti utilizzati da stranieri	255.373.000	202.348.000
Altri prestiti a breve scadenza e anticipazioni	318.762.000	285.460.000
Fondi a breve scadenza investiti da americani in mercati monetari esteri	24.077.000	37.357.000
Totale del credito a breve scadenza verso l'estero	1.305.622.000	1.483.847.000

DEBITO IN DOLLARI DEGLI STATI UNITI VERSO L' ESTERO

Depositi esteri in America	1.580.481.000	1.652.858.000
Tratte emesse da americani, accettate e scontate all'estero	93.356.000	72.238.000
Fondi esteri investiti sul mercato americano in accettazioni americane	564.601.000	891.132.000

Fondi esteri investiti sul mercato americano in prestito ai « brokers »	332.888.000	270.627.000
Fondi esteri investiti sul mercato americano in certificati del Tesoro	166.319.000	61.827.000
Fondi esteri investiti sul mercato americano in altri prestiti a breve scadenza	12.176.000	8.817.000
Accettazioni di emissioni estere, non scontate, all'incasso presso Banche americane	99.247.000	104.938.000
Varie	47.152.000	24.844.000
Totale del debito a breve scadenza verso l'estero	2.896.220.000	3.087.281.000

Sommando i due totali del credito e del debito a breve scadenza degli Stati Uniti verso l'estero, si raggiunge dunque, al 31 dicembre 1928, una cifra complessiva di oltre 4 miliardi e 200 milioni di dollari, ed al 31 dicembre 1929, una cifra complessiva di oltre 4 miliardi e 500 milioni di dollari. Facendo poi la differenza fra credito e debito, si ha che il totale del debito netto a breve scadenza degli Stati Uniti verso l'estero ammontava, al 31 dicembre 1928, ad 1 miliardo e 590 milioni di dollari in cifra tonda, ed al 31 dicembre 1929, ad un miliardo e 600 milioni. In altri termini, il sovrappiù delle somme — sempre a breve termine — investite dall'estero negli Stati Uniti era tale, che superava le corrispondenti somme investite dagli Stati Uniti all'estero, per un valore eguale alle due ultime imponentissime cifre.

V. — *Le differenze permanenti dei saggi dell'interesse sui mercati di Londra e di Nuova-York.*

Malgrado questa ingente massa di manovra trasferibile da e per gli Stati Uniti e l'Inghilterra, le statistiche provano che il saggio dell'interesse e dello sconto nei due paesi continua a presentare differenze molto sensibili. Ecco alcune cifre in proposito, che togliamo dalle appendici al volume del Fisher: (1)

(1) « La teoria dell'interesse » etc. - Nuova-York, 1930.

LONDRA

NUOVA-YORK

*Saggio dell'interesse a breve termine**Saggio dell'interesse di mercato**Di mercato**Di Banca**Su carta
60-90 giorni**Su carta
4-6 mesi*

1866	6,7	6,9	6,8	—
67	2,3	2,6	8,2	—
68	1,8	2,1	7,7	—
69	3,0	3,2	9,6	—
1870	3,1	3,1	7,0	—
71	2,7	2,9	6,8	—
72	3,8	4,1	8,9	—
73	4,5	4,8	10,1	—
74	3,5	3,7	6,0	—
75	3,0	3,2	5,5	—
76	2,2	2,6	5,2	—
77	2,3	2,9	5,2	—
78	3,5	3,8	4,8	—
79	1,8	2,5	5,1	—
1880	2,2	2,8	5,2	—
81	2,9	3,5	5,2	—
82	3,4	4,1	5,7	—
83	3,0	3,6	5,6	—
84	2,6	3,0	5,2	—
85	2,0	2,9	4,1	—
86	2,1	3,0	4,8	—
87	2,4	3,3	5,8	—
88	2,4	3,3	4,9	—
89	2,7	3,6	4,9	—
1890	3,7	4,5	5,7	6,9
91	2,5	3,3	5,4	6,5
92	1,5	2,5	4,1	5,4
93	2,1	3,1	6,6	7,6
94	1,0	2,1	3,0	5,2
95	0,8	2,0	3,7	5,8
96	1,4	2,5	5,8	7,0
97	1,8	2,6	3,5	4,7
98	2,6	3,3	3,8	5,3
99	3,3	3,8	4,2	5,5
1900	3,7	4,0	4,4	5,7
01	3,2	3,8	4,3	5,4
02	3,0	3,3	4,9	5,8
03	3,4	3,8	5,5	6,2
04	2,7	3,3	4,2	5,1
05	2,6	3,0	4,4	5,2
06	4,0	4,3	5,7	6,3
07	4,5	4,9	6,4	6,7
08	2,3	3,0	4,3	5,0
09	2,3	3,1	4,0	4,7
1910	3,2	3,7	5,0	5,7
11	2,9	3,5	4,0	4,8
12	3,6	3,8	4,7	5,4
13	4,4	4,8	5,6	6,2
14	2,9	4,0	4,8	5,5
15	3,7	5,0	3,5	4,0
16	5,2	5,5	3,4	3,8

	LONDRA		NUOVA-YORK	
	<i>Saggio dell'interesse a breve termine</i>		<i>Saggio dell'interesse di mercato</i>	
	<i>Di mercato</i>	<i>Di Banca</i>	<i>Su carta 60-90 giorni</i>	<i>Su carta 4-6 mesi</i>
1917	4,8	5,2	4,7	5,1
18	3,6	5,0	5,9	6,0
19	3,9	5,2	5,4	5,6
1920	6,4	6,8	7,4	7,5
21	5,2	6,2	6,5	6,8
22	2,7	3,7	4,4	4,7
23	2,7	3,5	—	5,0
24	3,5	4,0	—	3,9
25	4,1	4,6	—	4,0
26	4,5	5,0	—	4,2
27	4,3	4,7	—	4,0

Le diversità dei saggi fra Londra e Nuova-York risultano fortissime, specialmente dal 1866 al 1900. Per fermarci su qualche dato, il tasso di Nuova-York superava quello di Londra di quasi 6 punti nel '67 e nel '68, di circa 6½ nel '69, di quasi 6 nel '73, di oltre 4 nel 1893, e di quasi 4 ancora nel 1896. In termini proporzionali le differenze appaiono ancora maggiori. Così ad esempio, la differenza di 6 punti nel '67, significa che a Nuova-York il saggio era di quasi 4 volte maggiore che non a Londra.

È solo dopo il 1900 che le differenze diminuiscono permanentemente, oscillando fra un massimo di circa 2 punti e mezzo ed un minimo di circa 1 punto. Questa attenuazione può spiegarsi in parte col fatto che i due mercati erano un tempo molto meno collegati fra loro, e per una parte maggiore, col fatto che, in seguito al rapido e fortissimo aumento della ricchezza prodotta in America fra il 1900 ed il 1928, si era formata anche negli Stati Uniti quella massa di manovra in capitali mobili la cui esistenza, come vedemmo, è indispensabile per ottenere un livellamento, sia pure molto relativo, fra i saggi dell'interesse su due diversi mercati nazionali.

Mentre prima la capacità di trasferimento si determinava soltanto sulla piazza di Londra, in seguito si è creata anche a Nuova-York, ed in tale misura da disporre oggi di una massa di manovra doppia di quella esistente a Londra. Di conseguenza, se un tempo era soltanto Londra quella che poteva agire su Nuo-

va-York, dopo anche Nuova York ha potuto agire su Londra, e con efficacia di 2 ad 1. È dunque naturale che la possibilità di trasferimenti nei due sensi opposti e per somme così cospicue, abbia consentito un'azione di relativo livellamento sulle due piazze, assai maggiore di quando i trasferimenti erano possibili solo da Londra ed in misura più ridotta.

Senza dubbio, contemporaneamente all'esistenza di queste differenze, si riscontra, specialmente dopo il 1900, una tendenza nei saggi dei due mercati a variare alla lunga nello stesso senso. Ma anzitutto il secondo fatto non distrugge il primo. Esso prova soltanto che i due mercati si influenzano a vicenda, ma che questa influenza non è mai tale da portare ad una eguaglianza dei saggi prevalenti sull'uno o sull'altro. Inoltre l'identità nel senso delle variazioni è spesso annullata da cause di grande rilievo. Per esempio, se sopra l'uno dei due mercati scoppia una crisi di estensione prevalentemente nazionale, il saggio dell'interesse vi presenterà — in seguito all'interruzione della fiducia — rialzi violenti che non troveranno un riscontro sensibile sull'altro mercato. Nè questi bruschi rialzi potranno venire rapidamente corretti a mezzo di una importazione di capitali dal mercato non direttamente colpito, in quanto la mancanza di fiducia sull'andamento degli affari nel mercato in crisi sarà comune anche all'altro, e sconsiglierà quindi le esportazioni di capitali verso il primo.

VI. — *Le differenze permanenti dei saggi dell'interesse sui mercati di Berlino, Tokio, Londra e Nuova-York.*

Se poi, invece di considerare i due mercati del mondo che per un complesso di ragioni politiche, religiose ed economiche, sono più affini tra loro, e nei quali inoltre esiste, come abbiamo veduto a suo tempo, la massima quota del capitale mondiale rapidamente trasferibile, si esaminino alcuni degli altri principali mercati sia fra di loro, sia in rapporto a quelli di Londra e di Nuova-York. si può facilmente constatare che le diversità fra i corrispondenti saggi sono maggiori, mentre la concomitanza del-

le rispettive variazioni appare sempre meno orientata nei medesimi sensi. Ci limiteremo a riportare i dati della Germania e del Giappone, quali risultano dall'appendice al ricordato libro del Fisher :

	BERLINO		TOKIO
	<i>Saggio dell'interesse a breve termine</i>		<i>Saggio dell'interesse a breve termine</i>
	<i>Di mercato</i>	<i>Di Banca</i>	<i>Di mercato</i>
1861	3,0	4,6	—
62	3,0	4,0	—
63	3,5	4,1	—
64	5,1	5,3	—
65	4,6	5,0	—
66	6,2	6,2	—
67	2,9	4,0	—
68	2,5	4,0	—
69	3,2	4,1	—
1870	4,5	4,8	—
71	3,8	4,2	—
72	4,0	4,3	—
73	4,5	5,0	—
74	3,3	4,4	—
75	3,7	4,7	—
76	3,1	4,1	—
77	3,3	4,4	—
78	3,4	4,3	—
79	2,7	3,7	—
1880	3,1	4,2	—
81	3,4	4,4	—
82	3,9	4,5	—
83	3,1	4,1	—
84	2,9	4,0	—
85	2,9	4,1	—
86	2,1	3,3	—
87	2,3	3,4	5,4
88	2,1	3,3	6,3
89	2,7	3,7	6,6
1890	3,7	4,5	6,8
91	3,0	3,9	7,0
92	1,8	3,2	6,2
93	3,2	4,1	5,5
94	1,7	3,1	7,1
95	2,0	3,1	7,7
96	3,0	3,7	7,5
97	3,1	3,8	8,4
98	3,6	4,3	9,1
99	4,5	5,0	7,5

	BERLINO		TOKIO
	<i>Saggio dell'interesse a breve termine</i>		<i>Saggio dell'interesse a breve termine</i>
	<i>Di mercato</i>	<i>Di Banca</i>	<i>Di mercato</i>
1900	4,4	5,3	8,9
01	3,1	4,1	9,9
02	2,2	3,3	8,4
03	3,0	3,8	6,6
04	3,1	4,2	6,9
05	2,9	3,8	8,0
06	4,0	5,1	6,4
07	5,1	6,0	7,3
08	3,6	4,9	7,7
09	2,8	3,8	6,9
1910	3,6	4,6	5,7
11	3,5	4,4	5,3
12	4,1	4,9	6,8
13	—	—	7,3
14	—	—	7,7
15	—	—	8,1
16	—	—	6,6
17	—	—	5,5
18	—	—	5,8
19	—	—	7,3
1920	—	—	8,0
21	—	—	8,0
22	—	—	8,0
23	—	—	8,0
24	—	—	8,0
25	—	—	7,7
26	—	—	6,9

Se si confrontano i dati di Nuova-York e di Londra — che abbiamo riprodotti nella tavola precedente — con quelli di Berlino, si scorge subito che esiste una certa concomitanza fra le variazioni del saggio sui due primi mercati e specialmente su Londra, e le sue variazioni sul terzo. Questa concomitanza tuttavia non impedisce che il tasso sia normalmente più alto a Berlino che a Londra, e che le sue fluttuazioni risultino a Berlino molto meno violente nei confronti di Londra e specialmente di Nuova-York. Questa maggiore stabilità costituisce probabilmente una delle tante manifestazioni del fatto che in Germania l'attività economica non è mai stata lasciata completamente in balia delle forze individualistiche, ma ha sempre subito il freno delle autorità centrali (1).

(1) Negli anni immediatamente successivi alla guerra del 1914-18 il tasso in Germania presenta altezze astronomiche, giungendo a superare il 100/100. Ma

Quanto a Tokio, sebbene esso abbia i suoi maggiori rapporti con Londra e Nuova-York, nessun rapporto diretto si manifesta fra le variazioni del saggio sul primo mercato e sugli altri due. Inoltre il tasso vi è permanentemente assai più elevato che a Londra, a Nuova-York ed a Berlino. Rispetto a Londra esso è nel rapporto medio di circa $2-2\frac{1}{2}$ ad 1. Questa differenza così costante e così notevole si può probabilmente spiegare col fatto che in Giappone anche il saggio dei profitti è molto più alto, soprattutto a causa dei bassi salari. Ma delle relazioni fra l'altezza dell'interesse e l'altezza dei profitti avremo occasione di parlare fra poco in via non incidentale.

VII. — *I trasferimenti internazionali dei capitali come causa di una minore differenza nei saggi nazionali dell'interesse.*

I dati esposti ci permettono di concludere che l'eguaglianza del saggio degli interessi a breve termine fra i principali mercati del mondo, praticamente non si verifica. Sarebbe perciò assurdo insistere sopra uno schema che non trova alcun riscontro nei fatti.

Per ritornare, con altra forma, su di un concetto al quale abbiamo già accennato nel § III, un fenomeno è teoricamente vero, allorchè esistono effettivamente le forze atte a produrlo, ed allorchè la visione di una realtà più complessa conferma che tali forze incontrano impedimenti o subiscono comunque alterazioni di carattere meramente secondario. Ma quando la realtà prova che queste forze non giuocano, o giuocano in modo insufficiente e per di più soltanto fra pochi mercati. allora il fenomeno cessa di essere sostenibile anche rispetto ad una prima approssimazione, oppure è sostenibile unicamente come tendenza assai lontana e soltanto per rapporto a mercati speciali.

— come abbiamo già accennato nel precedente Capitolo — questi eccezionali rialzi furono dovuti ad un fenomeno speciale, e cioè al continuo e rapidissimo rinvio della carta moneta. I mutuantî dovevano proteggersi contro la probabilità di ricevere l'interesse in una moneta legale il cui potere di acquisto fosse nell'intervallo enormemente diminuito. Ritorneremo più a lungo sul fenomeno quando parleremo dei rapporti fra interesse monetario ed interesse reale.

Una formulazione meno erronea del problema sembra essere piuttosto la seguente.

Se non esistessero capitali disponibili, desiderosi di trasferirsi provvisoriamente dai paesi in cui i saggi dell'interesse sono meno alti ai paesi in cui lo sono di più, le differenze fra i vari saggi dell'interesse anche sui mercati più affini sarebbero certo maggiori. Ma poichè tali capitali esistono, sia pure in proporzioni per cui la quota massima è concentrata soltanto in Inghilterra e negli Stati Uniti, le diversità fra i vari saggi dell'interesse risultano minori. Naturalmente questa attenuazione di differenza è più sensibile per i mercati che dispongono della massima quota dei capitali provvisoriamente e rapidamente trasferibili, e cioè per i mercati di Nuova-York e di Londra.

VIII. — *Le differenze stabili nei saggi nazionali dei profitti, come una fra le cause delle differenze permanenti nei saggi nazionali dell'interesse.*

Esaminiamo ora più dettagliatamente le condizioni che in pochi casi limitano e negli altri impediscono addirittura il livellamento del saggio dell'interesse anche per investimenti a breve scadenza.

Abbiamo visto, particolarmente nel Capitolo XI del nostro studio « Il risparmio e l'interesse nella grande industria bancaria » che esiste un legame fra il saggio del profitto ed il saggio dell'interesse, e che, quanto più elevato è il primo, tanto più alto tende a diventare anche il secondo. La correlazione si spiega facilmente. L'interesse pei prestiti di produzione non rappresenta altro in sostanza che una quota di partecipazione ai profitti dell'impresa finanziata. Il mutuante che anticipa una somma per un affare da cui viene atteso un largo guadagno, cercherà di assicurarsi un interesse maggiore, in ragione stessa di tale speranza.

Ad esempio, per molti motivi che non è qui il caso di ricordare, i profitti sono in generale più grandi nei paesi coloniali che non nei paesi ad economia progredita. Parimenti, considerando una medesima nazione in momenti diversi del suo svi-

luppo, i profitti in generale vi sono maggiori nei periodi a scarso sviluppo capitalistico che in quelli in cui il capitalismo ha raggiunta la propria maturità.

In ogni momento dunque si può stabilire una scala dell'altezza dei profitti a seconda dei varii paesi. Al gradino superiore della scala (profitti percentuali massimi) si troveranno, poniamo, le Indie Olandesi, mentre il gradino inferiore (profitti percentuali minimi), sarà occupato, poniamo, dall'Inghilterra. Un rapporto dello stesso tipo si troverà anche fra i varii impieghi considerati nella loro durata. Così nelle Indie Olandesi, il saggio dei profitti sarà più alto tanto per gli investimenti a lungo termine, che per quelli a termine medio e corto, etc.

Se dunque l'altezza dei profitti tende a determinare alla lunga l'altezza degli interessi, i rapporti che esistono tra i profitti dei diversi paesi in uno stesso momento o tra i profitti in momenti diversi di uno stesso paese, tenderanno a stabilirsi anche fra gli interessi correlativi. Il saggio degli interessi insomma, sarà anch'esso più alto per tutti gli investimenti, nei paesi coloniali che non nei paesi a forte sviluppo capitalistico, negli Stati Uniti del 1850-60 che non negli Stati Uniti del 1900-1910 etc.

Per ciò che riguarda il rapporto fra paesi diversi in momenti uguali, un esempio a favore delle nostre osservazioni ci è fornito dall'ultima delle tavole che abbiamo presentate nel corso del presente Capitolo. Come accennammo fin d'allora, e come allo stato attuale risulta più chiaro, il fatto che il saggio dell'interesse sul mercato di Tokio è stabilmente e di tanto più alto che non sui mercati di Nuova-York, di Londra e di Berlino, trova certamente la sua spiegazione principale nel fenomeno per cui anche il tasso dei profitti è nel Giappone più elevato.

D'altra parte non esistono forze che entro una unità di tempo relativamente breve, per esempio, 5, o 10, o 15 anni, possano trasformare un paese coloniale in un paese ad economia matura, od un paese precapitalistico in un paese a capitalismo avanzato. Ne segue che in ogni momento vi sarà sempre una

scala internazionale dei saggi dei profitti e quindi anche una scala internazionale dei saggi degli interessi. In altri termini, le cause strutturali per le quali esiste la prima scala tenderanno a conservare anche la seconda. Talchè, sotto questo aspetto, si può dire che nessun'altra condizione potrà mai avere tanta influenza da livellare completamente quei divarii fra i saggi internazionali degli interessi che corrispondono alla diversità fra i saggi internazionali dei profitti.

Certamente, la correlazione fra l'altezza dei profitti e quella degli interessi è maggiore per gli investimenti a lungo e medio termine, che non per gli investimenti a termine breve. I primi sono più intimamente legati alle condizioni della produzione, mentre i secondi presentano un aspetto più commerciale e speculativo. Ma questo diverso carattere, se potrà facilitare una minore disparità fra gli interessi dell'ultima specie, non potrà mai eliminare del tutto l'azione di una causa che, come quella accennata, agisce talmente in profondità.

IX. — *L'insufficienza dei capitali trasferibili e l'unilateralità della loro distribuzione, come una fra le cause delle differenze permanenti nei saggi nazionali dell'interesse.*

Una seconda causa dello stesso ordine si riallaccia al fenomeno cui abbiamo accennato più sopra.

Per poter agire sul saggio degli interessi a breve termine, in modo che esso discenda dove è più alto e s'innalzi dove è più basso, occorrerebbe che nei principali paesi esistessero capitali trasferibili in quantità sufficiente.

Ma la rilevazione statistica ci dimostra che questa condizione esiste in misura veramente apprezzabile soltanto per la Inghilterra e per gli Stati Uniti. Abbiamo infatti veduto nel paragrafo IV di questo Capitolo, che sopra un miliardo di lire sterline, a cui ammonterebbe l'entità del fondo internazionale per gli investimenti a breve scadenza, 900 milioni apparterrebbero cumulativamente alle due nazioni anglo-sassoni, ed i restanti 100 milioni a tutti gli altri paesi insieme. È dunque im-

possibile che una massa di manovra così modesta come quella che è data dall'ultima delle cifre citate, e per di più diluita fra il numero grandissimo di tutte le altre nazioni, possa bastare coi suoi trasferimenti ad esercitare un'azione livellatrice sul saggio dell'interesse nelle nazioni medesime.

Si potrebbe tuttavia pensare che gli Stati Uniti e l'Inghilterra sarebbero in grado di sopperire a tale manchevolezza col concorso della loro quota tanto maggiore.

Ma, anzitutto, i trasferimenti avverrebbero qui in un unico senso. L'Inghilterra e gli Stati Uniti sarebbero in grado di inviare masse notevoli di capitali monetari liquidi negli altri paesi; ma questi ultimi non potrebbero in alcun modo fare altrettanto verso i due paesi anglo-sassoni, o, per lo meno, non potrebbero farlo in misura sufficiente. Mancherebbe dunque quella possibilità di trasferimenti nelle direzioni opposte, che costituirebbe sempre una delle condizioni essenziali per un processo generale di livellamento.

X. — *Il diverso grado di intercomunicazione fra i vari mercati nazionali, come una fra le cause delle differenze permanenti nei saggi nazionali dell'interesse.*

Inoltre — e qui passiamo ad una terza causa cospirante agli stessi effetti — non tutti i mercati nazionali sono fra loro intercomunicanti colla medesima continuità ed intensità. Un complesso di condizioni politiche, geografiche, economiche, etc. opera in modo che il mercato A si trova ad avere frequenti e facili contatti col mercato B, ma pochi col mercato C e pochissimi col mercato D. Inoltre, le contingenze politiche possono modificare improvvisamente i rapporti tradizionali fra due o più mercati. Ad esempio, vi sono stati periodi in cui l'Italia ha avute relazioni economiche soprattutto colla Francia e l'Inghilterra, ed altri in cui a questi due paesi ha sostituita la Germania.

In queste condizioni la maggior parte dei capitali liquidi di cui dispongono l'Inghilterra e gli Stati Uniti, potrà trasferirsi

agevolmente dall'uno all'altro dei due mercati di Londra e di Nuova-York, ma non potrà con altrettanta facilità dirigersi, sia pure per investimenti a breve termine, sopra altri mercati affini e meno conosciuti.

Un esempio di queste difficoltà e dei corrispondenti pericoli ci è stato offerto dagli Stati Uniti dopo la penultima grande guerra. Per l'esuberanza dei capitali dovuta ai grossi guadagni durante i quattro anni del conflitto, ed anche per la speranza di contribuire con larghi margini ad una ricostruzione industriale della Germania entro i quadri dell'economia liberale, gli Stati Uniti hanno investito nella Germania stessa somme enormi, che poi hanno in gran parte perdute. A questo gravissimo insuccesso hanno contribuito non solo i fenomeni dell'inflazione e le ostilità del nuovo nazionalismo, ma anche la scarsissima conoscenza che gli americani avevano del mercato tedesco, e più in generale di quello dell'Europa continentale.

E vero che qui si trattava specialmente di investimenti a lungo e medio termine, i quali sono sempre i più incerti e pericolosi, specie in un paese straniero. Ma, per quanto gli investimenti a corto termine presentino meno rischi in ragione stessa della loro maggior brevità, considerazioni parzialmente analoghe sono estensibili anche ad essi.

XI. — *Le diverse situazioni monetarie nei varii paesi, come una fra le cause delle differenze permanenti nei saggi nazionali dell'interesse.*

Una ulteriore causa che rende impossibile l'adeguamento internazionale dei saggi dell'interesse, è data dalle diversità nelle situazioni monetarie dei varii paesi.

Ci troviamo qui ricondotti, sotto altri punti di vista, ad un fenomeno che abbiamo già esaminato, per altro aspetto, nel Capitolo precedente. Qualsiasi capitale che si trasferisca dal paese A al paese B. deve naturalmente trasformarsi nella moneta che ha corso in B. Se in B la situazione monetaria è sana, il capitalista A, quando vorrà riportare in patria il proprio da-

naro, potrà ritrasformarlo senza perdite dalla moneta di B nella moneta del proprio paese. Infatti, la relativa stabilità nel valore delle due monete, gli consentirà di convertire l'una nell'altra secondo un rapporto all'incirca costante.

Si supponga invece che il valore della moneta di B sia minacciato da crescenti riduzioni. Allora, se un capitalista di A, dopo aver trasferito in B una certa somma, volesse trasportarla nuovamente in A, e quindi cambiarla dalla moneta di B nella propria, potrebbe subire una perdita misurata dalla svalutazione della prima moneta rispetto alla seconda. Si ammetta che nell'intervallo la svalutazione della moneta di B sia stata del 50%. Il capitalista di A, dopo aver trasformato da A in B un valore di 100, non potrebbe più ritrasformare da B in A se non un valore di 50.

Di fronte ad un simile pericolo nessun capitalista di A vorrà investire, neppure a corto termine, il proprio denaro in B, anche se in B il saggio dell'interesse fosse doppio che in A. Poichè l'interesse rappresenta una sola quota, e sempre relativamente piccola, rispetto alla sorte, egli perderebbe in questa ultima ben più di quanto non guadagnerebbe nel primo.

Basta dunque una instabilità nel valore della moneta della nazione in cui il saggio dell'interesse è più elevato, per impedire quell'afflusso di investimenti dall'estero che solo potrebbe determinare una riduzione di tale saggio. Quando poi si rifletta che le vicende le quali hanno accompagnata e seguita la guerra del 1914-18 hanno provocato una variabilità ed una incertezza di valore anche a danno di molte fra le monete che un tempo erano fra le più pregiate, è facile comprendere come questo fatto abbia creato un ostacolo grandissimo all'eventuale processo di livellamento dei saggi nazionali dell'interesse.

XII. — *I trasferimenti internazionali dei capitali monetari, in vista, non dell'altezza nel saggio dell'interesse, ma della sicurezza del loro valore.*

Esiste infine un'altra causa che agisce nel medesimo senso.

Molti capitali liquidi vengono trasferiti da un paese all'altro non per inseguire un interesse più elevato, ma semplicemente in vista della conservazione del loro valore. Se nel paese A le condizioni sociali sono incerte, o se anche vi si teme una semplice svalutazione monetaria, un certo numero dei capitalisti di A, per mantenere integro per quanto possibile il valore dei loro capitali mobili, cercheranno di trasferirli in tempo in un altro paese, ad esempio B, nel quale la situazione sociale sia più sicura o la moneta più stabilizzata. Trattandosi di un provvedimento provvisorio, essi non faranno in B investimenti a lungo o medio termine, e spesso neppure a corto termine. Si contenteranno di collocare il proprio denaro sotto forma di depositi a vista presso le principali banche di B, e di attendere gli avvenimenti. È così che in seguito ai gravi perturbamenti sociali e monetari verificatisi dopo la guerra del 1914-18, molti capitali di varii paesi hanno emigrato verso gli Stati Uniti, l'Inghilterra, l'Olanda, la Svizzera, etc.

Dati i fini cui obbedisce questa emigrazione di capitali, l'altezza dell'interesse perde ogni significato. D'ordinario, l'interesse è sempre una piccola quota rispetto alla sorte. Allorchè dunque si trova in giuoco la salvezza della sorte, la grandezza e l'esistenza stessa dell'interesse appaiono quali fatti trascurabili. Tanto è vero che in certi paesi, ad esempio l'Olanda e la Svizzera, di fronte all'eccessivo afflusso di capitali stranieri, e constatando come questi non volessero impiegarsi nell'economia delle nazioni che li ospitano, le grandi Banche hanno deciso negli ultimi anni di non pagare più su di essi alcun interesse, ed anzi di colpirli con una commissione annua. Ciò malgrado, i capitali stranieri hanno accettato l'interesse zero, anzi — tenuto conto dell'onere della commissione — l'interesse negativo, e sono rimasti.

Tutto il capitale che si trasferisce per gli scopi ed alle condizioni indicate, è dunque un capitale che viene sottratto a quella massa di manovra i cui spostamenti dovrebbero servire per il livellamento dei vari saggi dell'interesse. Se il totale dei capitali disponibili per investimenti all'estero a corto termine è in un certo paese di 100, e se da questo 100 si deve sottrarre

un 30% che obbedisca ai fini già esposti, la massa su cui si può contare agli effetti della egualizzazione dei saggi dell'interesse si riduce in realtà ai rimanenti 70. Quando poi si ricordino le cifre statistiche sulle quali abbiamo insistito più volte, e da cui risulta che — eccettuati gli Stati Uniti e l'Inghilterra — gli altri paesi hanno un totale di capitali esportabili relativamente modesto, la riduzione di cui stiamo parlando diverrà in pratica tanto più sensibile.

XIII. — *L'insufficienza degli accordi fra le Banche centrali di varii paesi.*

Non si creda che gli ostacoli di cui abbiamo parlato possano essere vinti da un accordo fra le Banche centrali dei principali paesi.

Anzitutto, date le attuali condizioni del mondo, simili intese rappresentano piuttosto l'aspirazione teorica di economisti abituati a non attribuire una sufficiente importanza ai fenomeni politici, che non una possibilità realmente concreta. Fra i varii Stati dell'Europa; fra l'America del Nord, il Giappone e la Germania; fra la Russia da una parte ed il resto del mondo dall'altra, esistono tali dissensi, per cui praticamente un « modus vivendi » fra le varie Banche centrali è pensabile solo in rapporto ad un numero di paesi, l'esiguità del quale non permette un'azione internazionale su scala sufficientemente vasta. Una delle più larghe intese finanziarie di questi ultimi tempi è stato l'accordo tripartito. Eppure, come indica lo stesso nome, questo accordo si limitava a sole tre nazioni (America del Nord, Inghilterra e Francia), ed aveva uno scopo che sarebbe stato relativamente facile in condizioni normali: quello di stabilire e mantenere determinati rapporti fra i valori del dollaro, della sterlina e del franco.

D'altra parte nessun accordo fra grandi Banche può eliminare le cause che abbiamo elencate nei paragrafi precedenti, ed il cui effetto — secondo abbiamo visto — è quello di rendere impossibile il livellamento internazionale dei saggi dell'inte-

resse. Queste cause invero riguardano principalmente la struttura economica interna di ogni nazione, (differenza del saggio dei profitti per differenze dei salari e del costo di produzione; diversa grandezza dei fondi trasferibili etc. etc.).

La volontà di pochi grandi Istituti di credito non potrebbe mai dunque eliminare condizioni che rappresentano il risultato naturale della varia formazione economica dei varii paesi. Le diversità di tali condizioni possono venire attenuate soltanto attraverso un lungo periodo di tempo e mediante una più intima collaborazione internazionale su tutti i campi. Ma una tale collaborazione appare, allo stato delle cose, assolutamente impraticabile.

CAPITOLO VIII

L'INTERESSE MONETARIO E L'INTERESSE REALE.

I. — *L'interesse in moneta e l'interesse in beni.*

Nel Capitolo II abbiamo esaminate le influenze che l'altezza del saggio monetario dell'interesse esercita sulla altezza del prezzo delle altre merci. Ora invece dobbiamo indagare un particolare effetto che questa seconda altezza produce sulla prima.

Intorno all'argomento del presente Capitolo alcuni cenni vennero già fatti nei nostri anteriori studi sull'interesse. Così nel Capitolo III del nostro libro: « Il capitale e l'interesse » ci siamo fugacemente occupati anche dell'interesse reale, allo scopo di meglio completare quella definizione generale del fenomeno che sarebbe risultata troppo unilaterale se si fosse limitata soltanto ad una delle sue forme — sia pure la più usuale e la più importante — e cioè alla forma monetaria. Inoltre nel Capitolo XIV, § VII, del nostro volume: « Il risparmio e l'interesse » etc., esaminando le principali cause di mutamenti nel saggio dell'interesse, abbiamo dovuto ricordare brevemente come l'interesse monetario possa variare anche in conseguenza di variazioni nel prezzo delle altre merci.

Il saggio dell'interesse monetario risulta dal rapporto fra il quantitativo di moneta che il mutuatario ha ottenuta in prestito per un certo tempo — quantitativo ridotto a 100 per comodità di computo — ed il numero corrispondente delle unità della stessa moneta che egli deve pagare per l'uso della somma mutuata. Ad esempio, se A versa a B L. 50 contro un mutuo di L. 1000

per un anno, il saggio dell'interesse monetario sarà del 5 %.

Infatti:

$$\frac{50}{1000} = \frac{5}{100}$$

Il saggio dell'interesse reale risulta invece dal rapporto fra il numero di unità di una certa merce che si possono comperare col quantitativo di moneta preso a prestito e ridotto, sempre per comodità di calcolo, a 100, ed il numero di unità della stessa merce acquistabili coll'interesse monetario correlativo. Si supponga che al momento iniziale del prestito 100 Lire equivalessero a 100 chili di frumento di qualità media. Comperandosi allora con 5 lire 5 chili, l'interesse reale in frumento, corrispondente a

$$\frac{5 \text{ lire}}{100 \text{ lire}}, \text{ sarebbe: } \frac{5 \text{ chili di frumento}}{100 \text{ chili di frumento}}.$$

II. — *L'interesse monetario ed il potere d'acquisto della moneta.*

La convenienza di considerare non solo l'aspetto monetario, ma anche quello reale del prestito e dell'interesse, è data dal fatto che la moneta non è se non il mezzo per comperare le merci, le sole che in sostanza soddisfino ai bisogni umani. Quello dunque che in ultima analisi preoccupa il mutuante ed il mutuatario è il potere d'acquisto della moneta.

Se questo potere d'acquisto si mantenesse costante per tutta la durata del prestito, la situazione dei due contraenti risulterebbe alla fine dell'operazione perfettamente eguale a quella che era al suo inizio. Uno degli indici di tale fissità delle posizioni rispettive sarebbe data dal fatto che il saggio monetario ed il saggio reale dell'interesse continuerebbero a coincidere. Per prendere il solito esempio, e ferme restando le altre condizioni, il saggio monetario ed il saggio reale dell'interesse si conserverebbero ta-

$$\text{li, per cui il rapporto: } \frac{5 \text{ lire}}{100 \text{ lire}}, \text{ sarebbe sempre eguale per}$$

$$\text{tutta la durata dell'operazione al rapporto: } \frac{5 \text{ chili di frumento}}{100 \text{ chili di frumento}}.$$

Senonchè l'ipotesi per la quale il potere d'acquisto della moneta dovrebbe rimanere costante non corrisponde in alcun modo alla realtà. Questo potere d'acquisto varia continuamente per una infinità di cause che possono riferirsi sia alla moneta stessa ed al livello generale dei prezzi, sia alle condizioni della domanda, dell'offerta e del costo di produzione di ciascuna delle altre merci considerate.

Finchè tali variazioni si mantengono in limiti ristretti, le loro conseguenze possono anche sfuggire alla maggioranza dei mutuantî e dei mutuatari: maggioranza che non ha la preparazione necessaria per tener conto di cambiamenti relativamente piccoli. Ma quando le variazioni oltrepassano certi limiti, esse non possono più sfuggire all'attenzione anche la più grossolana.

Se il potere d'acquisto della moneta in cui il prestito è concesso e l'interesse percepito, si modifica in modo sensibile durante l'intervallo fra il principio ed il termine dell'operazione, le condizioni effettive del mutuante e del mutuatario vengono troppo evidentemente a variare in relazione al momento iniziale del rapporto. Cambia infatti in proporzioni notevoli la quantità delle merci che i due contraenti sono in grado di procurarsi colle somme in discussione.

Il mutamento delle rispettive posizioni riguarda naturalmente tanto la sorte, quanto l'interesse. Sebbene l'argomento del nostro studio ci porti a considerare di preferenza l'interesse ed il suo saggio, non bisogna mai dimenticare che in generale la grandezza della sorte è ad ogni momento assai maggiore della grandezza dell'interesse, e costituisce quindi la parte più importante della intera operazione.

A seconda che le variazioni del potere d'acquisto della moneta siano in un senso o nell'altro, i mutuantî od i mutuatari cercheranno dunque, per prima cosa, di ottenere le opportune variazioni nella sorte misurata in moneta, e solo come appendice di ottenerle pure nell'interesse valutato egualmente in moneta. Dovremo dunque occuparci, sia pure più brevemente, anche delle prime, allo scopo di chiarire un aspetto della questione che, se esula in parte dall'oggetto specifico delle attuali ricerche, vi si ricollega tuttavia nel modo più intimo, e in ogni caso presenta per sè stesso una grandissima importanza.

III. — *L'interesse reale ed i numeri indici.*

Per meglio precisare le conseguenze di un cambiamento del potere d'acquisto della moneta sul saggio dell'interesse e più in generale sulle condizioni dei contraenti, sarà anzitutto opportuno dare al concetto di saggio dell'interesse reale una espressione più sintetica.

Più sopra abbiamo preso, come esempio di un saggio dell'interesse reale, l'interesse misurato in frumento. Potevamo invece considerare l'interesse misurato in lana, in ferro etc. Ma è evidente che — nessuna merce conservando un rapporto costante di scambio colle altre — si avranno nello stesso momento tanti saggi di interesse reale — fra loro discordanti — quante saranno le singole merci prese come unità di misura. Senonchè questa molteplicità teoricamente infinita di saggi reali impedirebbe in pratica di valutare quale sia il senso definitivo delle variazioni da studiarsi.

Per ovviare a questo inconveniente gravissimo, e per ottenere, nei limiti del possibile, una unificazione che consenta di stabilire la direzione prevalente delle variazioni, il sistema più opportuno è quello di ricorrere ai numeri indici dei prezzi di un certo gruppo di merci, considerate come più importanti agli effetti del costo della vita. Tutti sanno cosa siano i numeri indici, e quali siano all'incirca le merci che molti valorosi statistici assumono come più adatte per rappresentare col complesso dei loro prezzi i cambiamenti nel tenore di vita di certe classi, e, nel nostro caso, delle classi le quali, trovandosi più interessate a prestiti di importanza, saranno necessariamente le classi medie e ricche.

Per dare un esempio basato sulla considerazione del solo interesse si supponga che al 31 dicembre di un certo anno il saggio monetario fosse del 5% ed il numero indice di 100, e che al 31 dicembre dell'anno dopo l'interesse monetario sia rimasto invariato, ma il numero indice si sia elevato a 115. Volendo adeguarsi al nuovo costo della vita, l'interesse monetario avrebbe dovuto crescere in proporzione: crescere cioè, secondo il rapporto:

$100 : 115 = 5 : x$. Più precisamente, per compensare la nuova e minore capacità d'acquisto del mezzo di scambio, il saggio dell'interesse monetario avrebbe dovuto portarsi dal 5% al 5,75%.

In senso inverso, qualora il costo della vita fosse disceso nel secondo degli anni considerati da 100 ad 85, il saggio monetario dell'interesse avrebbe dovuto discendere dal 5% al 4,25%.

IV. — *La riduzione del potere d'acquisto della moneta ed i suoi effetti sulla sorte e sull'interesse già pattuiti.*

Si esaminino dunque sopra un dato mercato nazionale i prestiti di una certa lunghezza, per esempio, di un anno (dal 1° gennaio al 31 dicembre), e si supponga che nell'intervallo dei dodici mesi il numero indice dei prezzi delle merci-basi abbia subita una modificazione imprevista, sia passato, per esempio, da 100 quale era il 1° gennaio, a 120 il 31 dicembre. Poichè, a meno dell'intervento dello Stato, le condizioni stipulate pei prestiti in corso non sono modificabili se le due parti non si pongano d'accordo per farlo, possiamo ammettere per semplicità che gli eventuali guadagni o le eventuali perdite dei mutuanti o dei mutuatari in conseguenza della nuova situazione, abbiano inciso sui contraenti per tutta la loro grandezza.

Nel caso ipotetizzato chi avrà realizzato uno speciale guadagno e chi avrà sofferta una speciale perdita?

Dire che il numero indice dei prezzi delle merci-basi è salito da 100 a 120, equivale a dire che il potere d'acquisto della moneta si è ridotto del 20 per cento. Dunque A ha prestato a B, poniamo, 1000 lire quando esse comperavano un quantitativo 1000 di altre merci, e, alla fine dell'anno, riceve ancora in restituzione 1000 lire, ma 1000 lire che in effetto valgono soltanto 800: cioè a dire, che comperano un quantitativo di altre merci pari a $1000 - 200$. Malgrado l'apparente eguaglianza della forma monetaria, il mutuante subisce in realtà una perdita, perchè ricupera in capitale, al termine del contratto, una potenza d'acquisto minore di quella che egli ha ceduto all'inizio.

Per la ragione inversa il mutuario B realizza un guadagno che non è altro se non la perdita sofferta da A.

Egli ha ottenuto al principio 1000 lire con cui ha potuto comperare un quantitativo 1000 di merci, e si sdebita al termine con 1000 lire che permetteranno al suo mutuante di comperare soltanto un quantitativo di merci pari a $1000 - 200 = 800$.

Quanto all'interesse, se esso è stato pagato da B anticipatamente, cioè al momento della stipulazione, il valore del contante che lo rappresenta non avrà avuta la possibilità di alterarsi, appunto perchè, secondo la nostra ipotesi, la variazione nel potere d'acquisto della moneta si è verificato nell'intervallo fra le due date del contratto. Ma si supponga — ed è l'ipotesi più conveniente per l'esame del fenomeno — che l'interesse dovesse soddisfarsi soltanto al termine del contratto. Allora tutte le osservazioni che abbiamo già esposte per il valore della somma-sorte, diventano applicabili, fatti i debiti ragguagli, anche al valore della somma-interesse.

Posto il saggio al 5 % annuo, a L. 1000 di capitale corrisponde in cifra assoluta un interesse di L. 50. Nella ipotesi sopra esposta, il mutuatario potrà corrispondere al mutuante l'interesse dovuto, con 50 lire, la cui potenzialità di compera sarà anch'essa ridotta. Più precisamente, se il 1° gennaio il potere d'acquisto di 1000 lire corrispondeva a 1000, quello di 50 lire era di 50. Invece al 31 dicembre, una volta che il potere d'acquisto delle stesse 1000 lire è disceso a 800, il potere d'acquisto delle 50 lire di interesse discenderà a 40. In tal modo il mutuante che calcolava di ricevere come interesse un potere di acquisto di 50, non otterrà più che un potere d'acquisto diminuito nella misura di 10 ($50 - 40$); mentre il mutuatario, che avrebbe dovuto corrispondere un potere d'acquisto nella prima cifra, pagherà con un potere d'acquisto ridotto alla seconda.

Resta così dimostrato che se il valore della moneta si abbassa durante il corso del contratto, il mutuante scapita sulla sorte e sull'interesse secondo la medesima grandezza del deprezzamento, mentre, per le opposte ragioni, il mutuatario guadagna sopra entrambe le cifre, nella stessa misura della perdita del suo contraente.

V. — *L'aumento del potere d'acquisto della moneta ed i suoi effetti sulla sorte e sull'interesse già pattuiti.*

Abbiamo immaginato finora un deprezzamento nel valore della moneta; ma si può anche supporre il contrario: e cioè non una diminuzione, ma un aumento nel potere d'acquisto del mezzo degli scambi.

Applicando in senso inverso le considerazioni già esposte, riesce facile dimostrare come in tali condizioni, chi guadagna sia non il mutuatario ma il mutuante. L'esame fin troppo analitico del caso precedente, ci permetterà di essere più brevi nello studiare gli effetti della nuova ed opposta ipotesi.

Si ammetta dunque che, invariate tutte le altre condizioni, il potere d'acquisto della moneta abbia presentato un aumento fra il 1° gennaio ed il 31 dicembre. Più precisamente sia il solito numero indice disceso da 100 ad 80, per modo che il potere d'acquisto della moneta presenti un incremento del 20 per cento. Al 31 dicembre il mutuante riceverà ancora le sue 1000 lire; ma saranno 1000 lire colle quali comprerà un 20% in più delle merci che poteva ottenere contro la medesima somma il 1° gennaio.

Per le stesse ragioni e nella stessa misura il mutuatario sarà invece in perdita. Invero al 1° gennaio egli si sarà procurato contro le lire 1000 un quantitativo di merci, il quale risulterà inferiore, nella medesima proporzione, a quello che egli abiliterà il mutuante a procurarsi, restituendogli la stessa somma il 31 Dicembre.

Quanto all'interesse posticipato, il potere d'acquisto della cifra assoluta che lo rappresenta sarà anch'esso cresciuto in relazione. Quindi per gli stessi motivi, ma nelle debite proporzioni minori, il mutuatario perderà anche sull'interesse quello che guadagnerà il mutuante.

VI. — *I mutuanti ed i mutuatari di fronte alla previsione di una riduzione nel potere d'acquisto della moneta.*

Dopo che i contraenti avranno, a quel certo 31 dicembre, realizzati i guadagni e sopportate le perdite di cui per ipotesi non avevano previste le cause, quale sarà il contegno di coloro che concederanno e contrarranno prestiti per l'anno successivo?

L'esperienza insegnerà loro a tener conto degli effetti delle variazioni nel valore della moneta; ad antivedere, nei limiti del possibile, gli ulteriori cambiamenti futuri, e ad agire in conseguenza.

Se i nuovi contraenti avranno motivi di credere che nessun altro cambiamento nel potere d'acquisto della moneta si verificherà nel corso del nuovo anno, nessun provvedimento verrà preso da loro per cautelarsi contro una causa che avrebbe cessato di agire.

Ma si può invece supporre che essi ritengano che la stessa causa continuerà a far sentire i suoi effetti. Due ipotesi diventano allora ammissibili. L'una è che i contraenti giudichino che nuove variazioni della moneta avverranno nel medesimo senso di prima; l'altra è che essi ritengano che avverranno, ma in direzione opposta.

Cominciamo dal caso in cui, essendosi nell'anno anteriore determinata una sensibile riduzione nel valore della moneta, i nuovi contraenti pensino che tale riduzione continuerà in misura sensibile anche nel corso dell'anno successivo. Una siffatta ipotesi ha oltretutto il merito di trovare il riscontro più frequente nella realtà.

Una svalutazione notevole in un breve lasso di tempo — come appunto il caso da noi contemplato — sta ad indicare che la circolazione attraversa condizioni patologiche. Mentre si troverà in relazione coll'esistenza — più o meno larvata — del corso forzoso, essa si riconnetterà molto probabilmente alle conseguenze di una guerra in corso o di una guerra già perduta. Tutto dunque induce a ritenere che in questa situazione i bisogni dello Stato provocheranno forti aumenti ulteriori della cir-

colazione, e quindi ulteriori e sempre più rapide svalutazioni della moneta legale.

D'altra parte fra i due contraenti di un prestito, il mutante è generalmente il più forte. Non solo il numero di chi ha bisogno di prestiti supera per lo più il numero di coloro che si trovano nella possibilità di concederli, ma quanto maggiore è la somma e la durata del prestito, quanto più specializzate sono le condizioni del suo impiego, tanto più le persone private, e specialmente gli Istituti in grado di assumere l'operazione costituiscono una piccola minoranza. Ora, le cautele che si devono prendere contro le svalutazioni future son proprio quelle che interessano i mutanti, e che finiranno quindi per venir accettate anche dai mutuatari,

VII. — *La clausola oro e la sua azione sulla sorte e sull'interesse iniziali.*

Se lo Stato non si oppone alla libera scelta monetaria da parte del mutante, (1) il miglior modo che questi abbia per garantirsi contro le perdite dovute a svalutazioni ulteriori, è quello di coprirsi con una condizione del tipo della « clausola oro ». Questa clausola — è bene dirlo subito — non trasferisce la sorte e l'interesse dalla forma « monetaria » alla sostanza « reale » (merci). Gli uomini d'affari non ragionano per numeri indici: non hanno le abitudini ed il tempo a ciò. Legati professionalmente all'espressione monetaria dei fenomeni economici, essi si contentano di riferire la sorte e l'interesse, da una moneta più instabile ad una che lo sia molto di meno, lasciando poi a quest'ultima l'ufficio — per così dire — di meglio correlarsi, ap-

(1) Se il mutante è cittadino di uno Stato estero a moneta relativamente stabile, per esempio un americano del nord, allora il sistema più semplice con cui egli può garantirsi è quello di stipulare il prestito e la sua restituzione nella moneta del proprio paese. Ma si tratta allora di una condizione eccezionale limitata a quelle poche industrie dell'altra nazione, che possono trovare credito all'estero. La grandissima maggioranza dei mutui avverrà sempre fra connazionali e quindi nella moneta del paese. Il mutante connazionale non avrà perciò altri rimedi che quelli esaminati nel testo.

punto per la sua maggiore stabilità, al valore delle merci principali.

E noto che da tempo l'oro rappresenta la merce il cui valore è relativamente più costante. Dunque, se il mutuante riesce a stabilire che il capitale recuperando e gli interessi posticipati gli saranno corrisposti nella moneta del paese — che supporremo sia carta — ma al prezzo in oro (oro merce, od oro moneta) (1) che essa avrà al termine del contratto, egli verrà a coprirsi senz'altro di ogni perdita dovuta alla svalutazione. Maggiore sarà quest'ultima nel corso dell'anno, e maggiori le somme in carta che egli dovrà percepire, sia come rimborso della sorte, sia come pagamento degli interessi posticipati.

La svalutazione, infatti, colpisce la moneta cattiva, non l'oro. La condizione che le somme dovutegli gli vengano pagate in carta, ma secondo la ragione di scambio che al termine del contratto la moneta meno stabile presenterà per rispetto a quella a valore più fisso, elimina dunque automaticamente a favore del mutuante gli effetti della svalutazione. Essa fa salire l'ammontare delle somme dovute nella moneta meno buona secondo l'identico rapporto della diminuzione del loro potere d'acquisto rispetto all'oro. Un tale sistema dunque garantisce appieno il mutuante, perchè il suo giuoco — svolgendosi automaticamente — si sottrae alle incertezze ed agli eventuali errori delle sue stesse previsioni sul « quantum » della svalutazione futura (2).

(1) L'oro moneta principalmente contemplato nella clausola in questione era ed è il dollaro nord-americano, in quanto considerato come la moneta meno instabile.

(2) Consideriamo nel testo la sola clausola oro, perchè senza dubbio essa rappresenta il tipo più classico nella categoria dei provvedimenti della stessa natura. Ma poichè infinite sono le risorse della ingegnoseria umana in genere ed in ispecie di quella degli uomini d'affari, esistono altre misure per raggiungere il medesimo scopo. Una delle più usate è la cosiddetta « garanzia di cambio ». Con essa, una volta riconosciuto un certo rapporto iniziale di cambio fra la moneta nazionale e quella più pregiata di un altro paese, si conviene che al termine del contratto il mutuatario corrisponderà al mutuante l'eventuale perdita del potere d'acquisto della moneta interna, nella misura segnata dal peggioramento del cambio di questa per rapporto alla moneta estera prescelta. Le analogie di scopi e di procedimenti fra la « garanzia di cambio » e la clausola oro sono così evidenti, che non hanno certo bisogno di venire illustrati. Le osservazioni intorno alla seconda condizione riescono così pienamente applicabili anche alla prima.

VIII. — *Il giuoco delle previsioni nella impossibilità di applicare la clausola oro.*

Ma può ben darsi che lo Stato, ispirandosi a criteri di prestigio, vieti la clausola oro. Allora il mutuante dovrà ricorrere alle proprie previsioni; stimare quanto potrà essere all'incirca la svalutazione della moneta del paese al 31 dicembre, e chiedere un aumento corrispondente così nella sorte come nell'interesse, misurati nella moneta medesima.

Un tale sistema, essendo sottoposto agli inevitabili errori della previsione, è molto inferiore all'altro, e presenta speciali inconvenienti sia per il mutuante sia per il mutuatario.

Anzitutto esso darà risultati numerici che non corrisponderanno mai all'esatta misura della svalutazione, e che lasceranno quindi un certo margine di relativa perdita o di relativo guadagno a danno od a vantaggio dell'uno o dell'altro contraente. Inoltre la stessa incertezza dei risultati tenderà ad aggravare la situazione particolare del mutuatario.

In generale il mutuante sarà portato a trincerarsi dietro a previsioni molto pessimiste, e quindi a chiedere — per assicurarsi un maggior margine contro le peggiori evenienze — aumenti di somme che potranno anche risultare superiori al necessario. In tale caso il mutuatario finirà per pagare un soprapremio al mutuante,

Fra la varietà dei casi possibili, non è neppure da escludersi — anche se rara — l'ipotesi per cui invece la svalutazione risulti tanto rapida e tanto forte, da superare le previsioni anche le più catastrofiche del mutuante. Sarà allora quest'ultimo che subirà una perdita a favore del mutuatario. Così il Fisher nel Capitolo II della sua opera « La teoria dell'interesse » etc. (Nuova-York, 1930), ricorda che durante la gravissima svalutazione della moneta tedesca in conseguenza della grande guerra 1914-18, una Banca americana offerse ad una Casa della Germania un prestito all'interesse del 100/100 all'anno, ed aggiunge che fu una vera fortuna per la Banca che il prestito venisse rifiutato. Evidentemente i calcoli iniziali della Banca, i quali in un primo momento saranno apparsi esosi, erano stati

in realtà superati dalla rapidità e dalla misura delle successive perdite di valore da parte del marco carta.

IX. — I mutuantì ed i mutuatari di fronte alla previsione di un aumento nel potere d'acquisto della moneta.

Abbiamo considerato finora il caso della svalutazione della moneta. Ma è anche lecito pensare all'ipotesi opposta, quella della sua rivalutazione.

Ad esempio il mondo degli affari può avere motivo di ritenere che, in seguito ad una riforma della circolazione che stia per attuarsi, il potere d'acquisto della moneta — il quale nei due o tre anni precedenti era disceso — torni ad aumentare fra il prossimo 1° gennaio ed il successivo 31 dicembre. Abbiamo a suo tempo dimostrato che in tal caso — qualora non intervenga un rimedio — chi si avvantaggia non è il mutuatario, ma il mutuate. E vero che in generale — già l'osservammo — il mutuatario è più debole del mutuate. Ma alla lunga anche le ragioni del mutuatario possono trionfare, specie se, come nel caso concreto, il guadagno del mutuate offrirebbe altrimenti tutti i caratteri di un arricchimento indebito. La persistenza di un tale arricchimento urterebbe quel senso della equità che trova una assai scarsa applicazione nei rapporti fra classi diverse, ma che si apre una strada ben più agevole fra le varie categorie di una medesima classe.

In che modo il mutuatario potrà tutelarsi contro il danno di dover versare al mutuate, al termine del contratto, un potere d'acquisto maggiore di quello che egli stesso ha ricevuto all'inizio?

Anche qui, sempre se lo Stato non vi si opponga. può trovare applicazione — sebbene in senso inverso a quello che abbiamo esaminato prima — la clausola oro.

Per un prestito di lire 1000 dal 1° gennaio al 31 dicembre il mutuatario potrà convenire col mutuate che se al 31 dicembre le lire 1000 avranno — misurato in oro — un potere d'acquisto superiore a quello che presentavano al 1° gennaio — su-

periore per esempio del 20% — egli dovrà restituire non più 1000 lire, ma soltanto 800. Analogamente, dato sempre l'interesse posticipato al 5%, il mutuatario dovrà pagare nella stessa ipotesi non più il prezzo in cifra assoluta di 50 lire, ma di 40.

Qualora invece lo Stato vieti la clausola oro, le parti dovranno rimettersi alle loro previsioni. Donde errori ed inconvenienti che — *mutatis mutandis* — saranno analoghi a quelli esaminati più sopra per il caso opposto.

X. — *La clausola oro e le sue imperfezioni.*

Ritornando al tema che più ci interessa, abbiamo detto più sopra che nei contratti di mutuo la clausola oro dà risultati perfetti, nel senso che fissa e liquida a chi di ragione in misura precisa il danno di una eventuale svalutazione o rivalutazione della moneta più instabile. Va tuttavia osservato che l'affermazione della « misura precisa » si sostiene solo finchè si supponga che nell'intervallo il valore dell'oro, o della moneta oro, cioè il suo potere d'acquisto, sia rimasto costante.

L'ipotesi di tali invariabilità è senza dubbio accettabile specie per periodi di tempo non troppo lunghi.

Senonchè, quando si voglia aspirare ad una precisione non solo sufficiente dal punto di vista pratico, ma veramente assoluta, bisogna tener conto del fatto che in realtà il valore dell'oro o della moneta oro più pregiata subisce sempre qualche variazione, sia pure leggera, anche per periodi di tempo abbastanza brevi. Orbene: la clausola oro registra e corregge le variazioni del valore della moneta meno pregiata rispetto all'oro medesimo, ma non può contemporaneamente registrare e correggere le variazioni di valore dell'oro rispetto alle altre merci.

Si supponga che fra il 1° gennaio ed il 31 dicembre di quel certo anno, mentre la moneta corrente ha subita — secondo la nostra antica ipotesi — una svalutazione da 100 ad 80; l'oro abbia presentato invece, sempre per rapporto all'indice del prezzo delle merci più importanti, un aumento dell'1% nel suo potere d'acquisto. Coll'applicazione della clausola oro nella for-

ma semplice che abbiamo già esposta, il mutuante riceverà al 31 dicembre un quantitativo della moneta svalutata, che sarà proporzionale alla sua stessa svalutazione sempre rispetto all'oro.

Ma siccome intanto anche il potere d'acquisto dell'oro o della moneta oro è cresciuto, egli in pratica, convertendo nel metallo o nella moneta buona il maggior quantitativo restituitogli della moneta cattiva, realizzerà un guadagno ulteriore: il guadagno risultante dall'aumento di valore subito nel frattempo dall'oro rispetto alle altre merci. Egli dunque, non solo non perderà nulla — come voleva la clausola oro — ma realizzerà ancora un guadagno *extra*: fatto questo che contraddirà alle intenzioni della stessa clausola, almeno nella forma semplice in cui l'abbiamo esposta, e che corrisponde alla pratica corrente.

Naturalmente si può fare anche l'ipotesi contraria, e cioè che nel solito intervallo annuale il valore dell'oro rispetto alle altre merci, invece di aumentare di qualcosa, sia diminuito di qualcosa. Allora il mutuante, anzichè effettuare un guadagno *extra*, subirà una perdita *extra*.

XI. — *La clausola oro come mezzo automatico per eliminare i rischi connessi colle variazioni del potere d'acquisto della moneta.*

Volendo ricondurre il tema trattato alla considerazione generale del rischio, è facile riconoscere che l'eventuale svalutazione e l'eventuale rivalutazione della moneta costituiscono uno dei tanti casi di rischio in materia di credito. Per la sua stessa natura ogni prestito parte da una data presente e si conchiude ad una data avvenire. Esso dunque — quando non sia tutelato da garanzie speciali, come ad esempio, da una ipoteca di 1° grado, da un deposito dei migliori titoli etc. — rimane sempre esposto ai rischi del futuro, i quali, teoricamente, possono considerarsi infiniti.

I rischi inoltre — già lo notammo nel Capitolo XII, Sezione II, del nostro studio « Il risparmio e l'interesse » etc. —

si possono distinguere in rischi precisabili e rischi imprecisabili. I primi sono quelli di cui si può calcolare preventivamente l'entità, mentre i secondi sono quelli che sfuggono — ad ogni dato grado delle nostre conoscenze — (1) ad una valutazione *a priori*.

Poichè — per ragioni evidenti — il credito è tanto meno frequente e tanto più caro quanto maggiori e più invalutabili sono i rischi, l'interesse così della Società come dei singoli, è quello di creare convenzioni e istituti i quali, o annullino il rischio, oppure — riducendo progressivamente il numero dei rischi imprecisabili ed aumentando quello dei rischi precisabili — trasformino le perdite che questi ultimi apporterebbero, in un semplice costo predeterminato di assicurazione.

Orbene la clausola oro di cui abbiamo parlato più sopra non rappresenta altro se non un felice accorgimento con cui annullare in modo automatico il rischio che rappresenta per il mutuante la svalutazione, e per il mutuatario la rivalutazione della moneta più instabile.

Il rischio viene eliminato appunto perchè, se la svalutazione o se la rivalutazione hanno luogo, e nella misura in cui hanno luogo, il mutuante riceve dal mutuatario al termine del contratto una somma corrispondentemente maggiore, o corrispondentemente minore di quella che ha versato all'inizio. Il rischio resta annullato appunto perchè nessuna delle due parti guadagna o perde per rapporto al nuovo potere d'acquisto della moneta.

Un tale accorgimento presenta analogie col sistema mediante il quale il compratore di una data merce si garantisce contro le eventuali diminuzioni di prezzo che la merce stessa potrebbe presentare nell'intervallo fra il momento in cui egli l'ha pagata ed il momento in cui la venderà. L'importatore A — per

(1) Per comprendere il rapporto che passa fra lo stato delle nostre conoscenze e la qualità ed il numero dei rischi precisabili, basti riflettere alla scoperta — relativamente recente — delle tavole di mortalità. Prima di esse, il rischio di morte non era determinabile *a priori*, e non poteva quindi trasformarsi in un semplice costo di assicurazione. Dopo di esse invece, e col concorso del calcolo delle probabilità, la assicurazione sulla vita è diventata una industria semplice e sicura, con costi determinabili preventivamente.

esempio — acquista 3.000 sacchi di caffè brasiliano ad un certo prezzo, destinazione Genova. Naturalmente egli ritiene che la merce rialzerà, e che egli potrà quindi rivenderla in Italia ad un prezzo superiore a quello che gli è costata sul mercato di produzione. Tuttavia, per l'eventualità che in seguito a qualche fatto imprevedibile le sue speranze non si realizzino, egli, nello stesso momento in cui acquista i 3000 sacchi, li vende a termine. Se nel frattempo il prezzo del caffè diminuirà invece di crescere, egli potrà, mediante il suo secondo contratto, riacquistarlo al nuovo e minor prezzo e guadagnare così come venditore quello che avrà perduto come compratore.

Fra questo ultimo caso e quello esaminato prima, esistono certo notevoli differenze. Tra l'altro la clausola oro fa parte integrante di uno stesso ed unico contratto, mentre il contratto a termine dell'importatore è altro e diverso dal suo contratto d'acquisto. Tuttavia ciò che vi ha di fundamentalmente comune nei due casi, è che gli effetti dell'eventuale danno entro un certo periodo, vengono liquidati al termine di questo stesso periodo con un sistema che ad un tempo ne registra la grandezza e di questa stessa grandezza indennizza automaticamente il colpito.

XII. — *Le modificazioni della cifra assoluta e della cifra percentuale dell'interesse, in seguito ad alterazioni nel potere d'acquisto della moneta, ed in mancanza di provvedimenti per la sorte.*

Negli esempi finora esposti sugli effetti della svalutazione o della rivalutazione, abbiamo, per maggiore semplicità, considerato l'interesse nella sua cifra assoluta — cioè in un dato quantitativo di moneta — ma non nella sua cifra relativa o nel suo saggio — cioè nel rapporto fra la sua grandezza e la grandezza della somma data e presa a prestito.

Senonchè — acquistando l'interesse il suo completo significato solo quando sia espresso nel rapporto che più lo caratterizza — ci si presenta ora il quesito se, in seguito al fenomeno

delle modificazioni nel potere d'acquisto della moneta, aumenti o diminuisca oltrechè la grandezza assoluta dell'interesse, anche il suo saggio, e — più in generale — se i due valori varino sempre, e per di più nelle medesime proporzioni e nel medesimo senso.

Come abbiamo ripetuto a sazietà, l'interesse è il prezzo che si paga per l'uso, durante un certo tempo, di una data somma presa a prestito. Ma una somma in danaro non è un bene come gli altri. Secondo abbiamo osservato più volte, essa costituisce un bene la cui utilità, anzichè venir data dal suo consumo diretto, è data dal suo potere d'acquisto, in altre parole, dalla possibilità di ottenere in cambio una certa quantità di beni veramente necessari al consumo personale od alla produzione.

La sua utilità varia dunque, a parità delle altre circostanze, in ragione del suo potere d'acquisto. Finchè le variazioni di questo potere — misurate dai numeri indici di cui abbiamo parlato più sopra — non sono molto forti, si può ammettere che il mutuante od il mutuatario — secondo si tratti di una diminuzione o di un aumento nel suo potere iniziale di acquisto — non avvertano e non diano troppo peso ai cambiamenti di valore della sorte, ma si preoccupino di provocare variazioni soltanto nella grandezza del prezzo per l'uso della sorte, cioè dell'interesse. È lecito allora ritenere che il mutuante cerchi di farsi promettere un prezzo (interesse) più alto quando si prevede una svalutazione, e che il mutuatario alla sua volta cerchi di ottenere un prezzo (interesse) più basso nel caso contrario.

In tali ipotesi varia tanto la grandezza assoluta dell'interesse quanto il suo saggio.

Circa i cambiamenti nella sua grandezza assoluta, non è il caso di aggiungere altro alle dimostrazioni anche troppo analitiche che ne sono state date più sopra.

Quanto al saggio, è troppo evidente che esso aumenterà nel caso della svalutazione e diminuirà nel caso opposto. Limitiamoci, per brevità, a considerare la prima ipotesi.

Come abbiamo visto a suo tempo, il saggio dell'interesse è dato dal rapporto fra la somma in moneta (denominatore) ottenuta a prestito dal mutuatario per un certo tempo — somma ri-

dotta a 100 per la convenienza dei computi — e la quantità corrispondente (numeratore) delle unità della stessa moneta da pagarsi per l'uso della somma predetta. Orbene, se, per la ipotesi esaminata, il numeratore del rapporto — l'interesse — viene aumentato, mentre il denominatore — la sorte — resta costante, il saggio dell'interesse si eleverà. È troppo noto infatti che il valore di un rapporto aumenta quando, nella frazione che lo esprime, il numeratore cresce, mentre il denominatore resta invariato od aumenta in proporzioni minori.

XIII. — *Le modificazioni della cifra assoluta ma non della cifra percentuale dell'interesse, in seguito ad alterazioni nel potere d'acquisto della moneta, e nel caso di provvedimenti per la sorte.*

Ma si consideri invece l'ipotesi sulla quale abbiamo tanto insistito più sopra: e cioè l'ipotesi per cui le variazioni del potere d'acquisto siano così forti — soprattutto in seguito a grossi cambiamenti, in più od in meno, nelle quantità del circolante — da compromettere, nel primo caso, il valore stesso della sorte a danno del mutuante, o da consentire, nel secondo, un incremento eccessivo del valore della sorte medesima, in vantaggio del mutuatario.

In condizioni normali, l'interesse vero e proprio — cioè il prezzo per l'uso dell'altrui potere d'acquisto — non è mai che una piccola frazione rispetto alla sorte. Quello che più preme nella ipotesi in questione è dunque di modificare la grandezza della sorte stessa, in modo che essa anzitutto si adegui al nuovo potere d'acquisto. In confronto, le corrispondenti modificazioni dell'interesse non sembrano più che un semplice complemento.

In tale situazione, se l'interesse varia nella grandezza assoluta della somma che lo rappresenta, varia anche nel suo saggio?

A questa domanda non può darsi che una risposta negativa. Appunto perchè contemporaneamente all'aumento della cifra assoluta dell'interesse (numeratore della frazione) aumenta in proporzione anche — per non dire soprattutto — la cifra asso-

luta della sorte (denominatore della frazione), il saggio dell'interesse, e cioè il rapporto fra i due termini della stessa frazione, rimarrà costante.

Per dare un semplice esempio, si supponga che in un certo momento, sopra un prestito di L. 1000 per un anno, si paghi un

interesse di 50 lire. Il saggio dell'interesse sarà: $\frac{50}{1000} = 5 \%$.

Si ammetta poi che in seguito ad una svalutazione monetaria del 20%, le somme contemplate dai nuovi contratti vengano accresciute del 20%. Il totale della sorte risulterà elevato a lire 1200 ed il totale dell'interesse a L. 60. Ma il saggio dell'in-

teresse sarà sempre dato dal rapporto $\frac{60}{1200} = \frac{50}{1000} = 5 \%$.

E ciò perchè i due termini del rapporto hanno variato simultaneamente, nel medesimo senso e nelle medesime proporzioni. Ecco dunque che la cifra assoluta dell'interesse è cresciuta, ma il suo saggio è rimasto costante.

XIV. — *Un errore del Fisher.*

Su questa questione sembra a noi che il Fisher sia caduto in un singolare errore.

Trattando il problema dell'interesse monetario e dell'interesse reale specialmente nel capitolo II della sua opera più volte citata: « La teoria dell'interesse » etc., egli considera le sole variazioni nell'altezza del tasso, trascurando completamente l'altra grandezza che è tanto più importante e così inseparabile dalla prima: la grandezza della sorte. Sembra che per lui il solo modo di compensare una alterazione nel potere d'acquisto della moneta sia quello di modificare la somma rappresentata dall'interesse. Si capisce allora che, non considerando le variazioni simultanee nella somma capitale, egli creda sempre di trovarsi di fronte ad una variazione non solo della grandezza dell'interesse, ma anche del suo saggio.

Per tornare all'esempio di prima, il Fisher parte dall'interesse monetario: $\frac{50}{1000} = 5\%$, e quando si verifica, per esem-

pio, una svalutazione del 20%, considera la variazione correlativa nella cifra assoluta dell'interesse, trascurando la variazione correlativa nella cifra assoluta della sorte. Egli perciò viene a tro-

varsi, non di fronte al rapporto: $\frac{60}{1200} = \frac{50}{1000} = 5\%$, ma di

fronte al rapporto: $\frac{60}{1000} = 6\%$. Diventa così inevitabile la sua

conclusione che il saggio dell'interesse monetario sia cresciuto dal 5 al 6 %.

XV. — *La probabile spiegazione dell'errore del Fisher.*

Un errore così grave da parte di un economista del valore teorico e delle conoscenze pratiche del Fisher, induce, più che ad una semplice dimostrazione delle sue cause, ad una interpretazione parzialmente giustificativa.

Abbiamo visto più sopra come la contemporanea variazione e della cifra della sorte e della cifra dell'interesse, costituisca il mezzo più logico e più completo per un adeguamento delle nuove condizioni dei prestiti alle variazioni nel potere d'acquisto della moneta. Abbiamo anche constatato subordinatamente, come la clausola oro rappresenti — quando sia legalmente applicabile — la manifestazione più pratica di tale mezzo.

Tuttavia, poichè l'ingegnosità degli uomini, e specialmente degli uomini di affari è inesauribile — donde, per il modesto economista, la difficoltà di seguirli — si può pensare ad una soluzione particolare.

Nelle condizioni ordinarie — lo abbiamo ripetuto ormai troppe volte — l'interesse rappresenta il prezzo per l'uso di una certa quantità di moneta durante un certo tempo. Ma all'interesse, come ad ogni altra cosa di questo mondo, si possono asse-

gnare anche altre funzioni. Si supponga che un certo mutuante, vivendo in un periodo di forte inflazione, ritenga di dover tutelarsi contro le conseguenze di essa, e più precisamente tema che dal 1° gennaio — inizio del prestito — al 31 dicembre — termine del prestito stesso — la somma richiestagli in L. 1000 veda ridotta da 1000 a 500 la propria capacità d'acquisto. Egli allora potrà proporsi di domandare al mutuatario un interesse del 210%, cioè di L. 2.100 in cifra assoluta. Colle 1000 lire in più, egli incasserà L. 2.000, e tornerà quindi in possesso di una sorte il cui potere d'acquisto sarà pari a 1000 come prima. E colle 100 lire aggiuntive — supposto che il saggio fosse del 5 per cento — egli otterrà il doppio di L. 50, e quindi un'altra quota che rappresenterà l'interesse vero e proprio, ed il cui potere d'acquisto tornerà pure ad adeguarsi a quello anteriore.

In questa ipotesi l'aumento del capitale da restituirsi, invece di venir imputato direttamente al capitale medesimo, verrebbe imputato senz'altro al così detto interesse. Ma non bisogna allora dimenticare che alla funzione dell'interesse vero e proprio — quale prezzo per l'uso di un bene massimamente strumentale — viene ad aggiungersi e a sovrapporsi con dimensioni ben altrimenti maggiori, un'altra funzione: quella di assicurare un accrescimento eccezionale alla somma inizialmente prestata. In tale ipotesi il denominatore della solita frazione resta costante (L. 1000 di capitale o sorte): mentre quello che aumenta — in servizio, a così dire, del primo — è il numeratore (L. 1.100 di così detto interesse). Il rapporto passa dunque da

$$\frac{50}{1000} = 5\%, \text{ quale era anteriormente al pericolo dell'inflazione,}$$

$$\text{a } \frac{1100}{1000}, \text{ cioè ad un apparente interesse del } 110\%. \text{ Come si vede,}$$

la sorte è rimasta, nella forma, invariata; quella che si è modificata, nel senso dell'aumento, è soltanto la grandezza che continua a venir chiamata « l'interesse ». Sembra dunque potersi affermare che ciò che è aumentato è soltanto il saggio dell'interesse.

XVI. — *La definizione e la funzione dell'interesse secondo la scienza economica, e gli accorgimenti degli uomini d'affari.*

Senza dubbio l'interesse anche il più modesto — quando non venga speso di volta in volta da chi lo percepisce — tende, in ultima analisi, a far crescere il capitale per cui è pagato. Così un interesse del 5% sopra un prestito di 100 lire porta la sorte, alla fine del contratto, da lire 100 a lire 105; e nel giro di 20 anni (1) (supponendo sempre che venga accantonato anzichè speso) fa raddoppiare la sorte medesima. Ma allorchè l'aumento della sorte è eccezionale come quello che abbiamo supposto nel nostro esempio; allorchè è così straordinario tanto nella sua cifra assoluta e relativa, quanto nella brevità del periodo, bisogna concludere che esso non si riconnette più alla funzione normale dell'interesse propriamente detto, ma proviene da cause e da intenzioni che semplicemente si nascondono dietro la forma dell'interesse.

È ben probabile, del resto, che in certi casi convenga ai contraenti seguire la convenzione che abbiamo esaminata. Ad esempio, può riuscire opportuno, così al mutuante come al mutuario — tanto nei riguardi dello Stato e della opinione dei più, quanto anche dei pubblici ufficiali che eventualmente intervengano nel contratto — di non mostrare troppo apertamente una eccessiva sfiducia nella moneta nazionale. Nulla di più comodo — allora — che lasciar apparentemente invariata la sorte, scaricando sull'interesse la funzione di far crescere anche quest'ultima per una via indiretta. Si deve anzi ritenere che sia questo il modo più pratico per girare gli ostacoli legali, quando lo Stato proibisca la clausola oro,

Ma i possibili ed infiniti accorgimenti degli uomini di affari non sono da confondersi colle definizioni e colle categorie degli uomini di studio. Se la definizione dell'interesse è una certa data — e noi sappiamo quale sia — ogni fenomeno che esca dal cam-

(1) Astraiamo, per semplicità, dal giuoco degli interessi composti: giuoco che abbrevierebbe ulteriormente il periodo.

po di tale definizione esce anche dal campo dell'interesse vero e proprio. Ed è in questo senso che il Fisher erra quando parla di un aumento o di una diminuzione nel solo saggio dell'interesse, e quando ne parla non come di un fenomeno formale, ma come di un fenomeno sostanziale; non come di un artificio a carico puramente contabile dell'interesse, ma come di una manifestazione naturale ed intrinseca dell'interesse vero e proprio.

XVII. — *Le variazioni del saggio dell'interesse e quelle dei numeri indici a Londra, a Nuova-York, a Berlino ed a Tokio.*

Chiarito un punto teoricamente così essenziale, possiamo con maggior tranquillità passare all'esame di qualche dato statistico in materia.

In appendice alla sua opera più volte citata, il Fisher ha presentati i saggi dell'interesse per impegni a breve termine ed il numero indice dei prezzi: a Londra fra il 1820 ed il 1927, a Nuova-York fra il 1866 ed il 1927, a Berlino fra il 1861 ed il 1912, ed a Tokio fra il 1887 ed il 1926.

Per ragioni di spazio non riprodurremo qui i dati del Fisher. Ci limiteremo a constatare che, considerando le diverse variazioni nella loro tendenza prevalente, l'impressione generale che se ne ricava è che esiste veramente una notevole correlazione tendenziale fra le modificazioni dei prezzi e le altezze del saggio dell'interesse. Certo questa correlazione non è nè simultanea nè perfetta. Tuttavia, ogni qualvolta gli effetti del cambiamento dei prezzi sui saggi dell'interesse possono distribuirsi sopra un numero sufficiente di anni, il rapporto risulta abbastanza stretto, anche se piuttosto distanziato nel tempo. Sembra dunque potersi concludere in linea generale che se i prezzi delle principali merci si elevano, si eleva alla lunga anche il tasso dell'interesse, mentre, quando i primi si abbassano, si abbassa alla lunga anche il secondo.

Per ciò che riguarda la Germania, la stessa conclusione appare legittimata anche dai dati che il Wagemann ha esposti nella sua « Introduzione alla teoria della congiuntura economica ».

(Berlino, 1929), e che abbracciano il periodo dal 1820 al 1913.

Anche il Bresciani Turrone, in varî suoi studi, e specialmente in quello intitolato: « Le variazioni cicliche dei prezzi » (Palermo, 1913), ha constatata l'esistenza di una notevole correlazione fra l'altezza dei prezzi ed il saggio dello sconto. Egli basa le sue conclusioni sull'esame dei dati che riguardano l'Inghilterra fra il 1846 ed il 1911, la Germania fra il 1850 ed il 1900, e gli Stati Uniti fra il 1849 ed il 1891. Passando a successive approssimazioni, egli dimostra che la correlazione così fra lo sconto ed i prezzi in generale, come fra lo sconto ed i prezzi delle materie prime, è notevolmente superiore a quella che intercede fra sconto e prezzi dei generi alimentari.

Non si deve però credere che queste correlazioni si stabiliscano sempre per un processo perfettamente analogo a quello che abbiamo esaminato più sopra nel testo, e che aveva per presupposto la previsione di una svalutazione monetaria particolarmente rapida e violenta. Anzichè per la conscia volontà delle parti contraenti la correlazione si determina — quando lo stato della circolazione sia normale — attraverso ad un processo automatico ed indiretto, che prescinde dalla volontà stessa.

Ad esempio, quando i prezzi si elevano, aumentano il volume degli affari e la richiesta dei capitali alle Banche. Il rialzo dello sconto avviene allora come conseguenza diretta ed immediata di quella intensificazione della richiesta dei capitali, che trova nel rialzo dei prezzi una delle sue premesse. Analogamente se i prezzi diminuiscono, diminuisce l'attività degli affari e si contrae la domanda dei capitali. Il conseguente ribasso dello sconto costituisce allora una conseguenza immediata dell'ultimo fenomeno, non dei precedenti e pur necessari.

XVIII. — *La svalutazione ed i saggi dell'interesse in Germania negli anni 1923-24.*

Invece un esempio caratteristico dell'intervento delle parti nel senso che abbiamo esposto a suo tempo, ci è offerto dalle vicende della Germania durante la enorme inflazione successiva

alla guerra del 1914-18. Il Bresciani Turrone ha analizzato siffatte vicende con grandissimo acume, particolarmente nel suo studio: « Considerazioni su alcune recenti esperienze monetarie » (« Giornale degli Economisti », 1925). È da tale fonte che provengono i dati che stiamo per esporre.

Alla Borsa di Berlino il dollaro valeva: 160.000 marchi carta il 3 luglio 1923, 13 milioni di marchi carta il 4 settembre; 420 miliardi il 6 novembre, e 4.200 miliardi il 20 novembre dello stesso anno. Il 16 novembre 1923 — circa al momento della famosa riforma monetaria che provvedeva alla deflazione creando il marco-rendita — la quantità di marchi carta in circolazione ammontava a 91 trilioni. Non si dimentichi che un trilione è uguale a 1.000.000 elevati al cubo.

Il volume della circolazione era salito così rapidamente, che dopo il luglio 1921 il valore complessivo della circolazione cartacea misurato in oro cominciò a diminuire in una proporzione assai più rapida dell'aumento nella quantità dei biglietti. Alla fine di giugno del 1922 tutta la carta moneta valeva 2.560 milioni in oro. Al termine dello stesso anno il valore reale di una circolazione che era intanto enormemente cresciuta, si era ridotto ad 880 milioni. Verso gli ultimi di ottobre del 1923 l'intera massa di marchi carta, malgrado nuovi e colossali aumenti, non valeva più che 145 milioni di marchi oro, secondo l'indice del cambio.

« Nell'ultima fase del deprezzamento monetario — sono le parole testuali del prof. Bresciani Turrone — i saggi di interesse erano straordinariamente elevati, evidentemente perchè contenevano un alto premio per il rischio del deprezzamento della moneta data a prestito. Nel novembre 1923 i saggi per il danaro giornaliero corrispondevano ad un saggio mensile che oscillava tra il 250% e l'800%. Nel dicembre non si era ristabilita del tutto la fiducia nel cambio tedesco, ed i premi per il rischio del deprezzamento restarono, sebbene attenuati; 32% al mese fu il saggio più basso praticato nella Borsa di Francoforte durante il mese di dicembre 1923. Durante il 1924, i tassi più alti furono registrati nell'aprile e nel maggio. Dal 28 aprile al 10 maggio il saggio per prestiti mensili salì in Berlino ad un livello corrispondente al 72% all'anno. Era caratteristica la fortissima differenza

fra il saggio per i crediti in marchi ed il saggio pagato per i crediti concessi dall'estero (15-16% nell'indicato periodo). Ne derivava una situazione di favore per quelle grandi industrie che grazie alle loro relazioni potevano procurarsi crediti esteri, in confronto delle industrie che dovevano cercare denaro all'interno. Più tardi l'affluenza di crediti esteri ridusse molto il saggio dell'interesse, che era verso la fine d'ottobre 1924 del 13% per i crediti in marchi e del 7,2% per i crediti in valuta estera ».

Sugli stessi fenomeni dati avvincenti sono esposti anche dal Keynes nella sua « Riforma monetaria ».

Egli pure ricorda come in Germania, durante il periodo del crollo la velocità nel deprezzamento della moneta abbia notevolmente sorpassato la velocità nell'aumento della sua massa.

Circa le conseguenze sull'interesse, il Keynes rammenta nel Capitolo I dello stesso libro, che verso l'autunno del 1922 il saggio nominale della Banca dell'Impero era dell'8%, ma il saggio effettivo per prestiti brevi con garanzie di primo ordine si spingeva già al 22% all'anno. Durante la prima metà del 1923 il saggio della Banca dell'Impero salì al 24%, poi al 30%; e su, su fino al 108 per cento, mentre il saggio di mercato giunse talvolta al 3% alla settimana. Col disastro definitivo della moneta nel luglio-settembre 1923, il saggio di mercato si sbrigliò sempre più, e toccò altezze del 100% al mese. Malgrado percentuali così fantastiche, si può dire che il saggio monetario dell'interesse non è mai aumentato quanto sarebbe occorso per tener dietro al rialzo dei prezzi.

CAPITOLO IX.

I PRESTITI DI PRODUZIONE ED I PRESTITI DI CONSUMO.

I. — *I prestiti cosiddetti produttivi ed improduttivi.*

Fino dal Capitolo II del nostro studio: « Il capitale e l'interesse » (Parigi, Rieder, 1935) classificammo i prestiti in due grandi categorie: quella dei prestiti di produzione e quella dei prestiti di consumo.

Abbiamo così respinta sin dall'inizio anche pei prestiti, la distinzione di « produttivo » o di « improduttivo ». Talchè non è affatto vero per noi che i prestiti di consumo siano sempre prestiti « improduttivi » nel senso più comune della parola, in contrapposto agli altri che dovrebbero essere « produttivi » per definizione.

In fondo all'antica divisione fra « produttivo ed improduttivo » in genere, si nascondono troppi equivoci e troppi errori. Uno dei principali fra essi è quello di credere produttivo ogni atto, ogni bene etc., che si materializzi esternamente alla persona umana, e come improduttivo ogni atto, ogni bene, etc., che non presenti una tale materializzazione: cosicchè ad esempio sarebbe produttivo il lavoro — certo rispettabilissimo — del minatore o del calzolaio, ed improduttivo quello del maestro di scuola o del medico; sarebbe produttivo il debito per allargare una fabbrica, ed improduttivo quello per ampliare una scuola od un ospedale.

Ma anche a prescindere da questo primo errore, la distinzione fra prestiti produttivi ed improduttivi è troppo soggetta alla varietà delle opinioni ed è troppo diversa a seconda che si con-

siderino gli individui o la collettività. Per esempio, il prestito che un padre amoroso contragga per fare operare un figlio non buono, è produttivo e per lui e per il figlio, ma non lo è altrettanto per la società. I prestiti di un giuocatore, di un alcoolista etc., se sono diretti a favorire la passione del giuoco, dell'alcool, etc., appaiono grandemente produttivi per chi sente le passioni stesse, ma per la società risultano improduttivi, e si risolvono anzi in un danno.

I contrasti si rivelano ancor più gravi, se si esaminino, anzichè i singoli privati, lo Stato. Ad esempio, i debiti per le spese militari saranno considerati molto produttivi — nel senso comune della parola — da coloro che appoggiano la politica di quel certo Stato, e dannosamente produttivi da coloro che la combattono.

II. — *I prestiti cosiddetti utili e non utili.*

Non accettando la distinzione fra prestiti « produttivi » ed « improduttivi » si respinge implicitamente anche quella di prestiti « utili » che dovrebbero essere appunto quelli « produttivi », e di prestiti « non utili » che dovrebbero essere i secondi.

Occorre premettere che parlando di prestiti « utili » o « non utili » agli effetti delle presenti considerazioni, non intendiamo riferirci all'utilità in senso soggettivo — perchè allora è utile tutto ciò che piace — ma all'utilità considerata dal punto di vista sociale.

Ciò posto, la connessione stessa dei concetti ci obbliga ad estendere al criterio di « utile » e « non utile », quanto già osservammo per il criterio di produttivo e di improduttivo. Mentre le condizioni morali ed intellettuali e quelle fisiche di una popolazione rappresentano i massimi valori, un prestito per fondare od ampliare una scuola od un ospedale dovrebbe classificarsi come « non utile », appunto perchè non si trasforma nè in una nuova ricchezza produttiva di beni materiali nè in un nuovo reddito materiale. Così un mutuo per provvedere ad un aumento delle spese militari dovrebbe considerarsi « non utile », quando

invece — almeno nelle attuali condizioni del mondo — le spese militari — sia pure per fini ben diversi — sono indispensabilissime ed utilissime tanto per un Governo conservatore quanto per un Governo rivoluzionario.

Perchè potesse accettarsi, la distruzione di prestiti « utili » e « non utili » dovrebbe venir staccata dal concetto di prestiti rispettivamente « produttivi » ed « improduttivi » ed essere intesa nel senso sociale più largo e complesso della parola. Senonchè allora il criterio, implicando troppi altri elementi non strettamente economici, uscirebbe dal campo circoscritto della nostra disciplina, e non servirebbe più ai fini di quest'ultima.

III. — *Il significato di prestiti di produzione e di prestiti di consumo fra privati.*

Sino dal Capitolo II del citato libro convenimmo dunque che come prestito di produzione dovesse considerarsi qualunque prestito il cui fine fosse quello di contribuire alla produzione propriamente detta ed agli affari in generale; e come mutuo di consumo, qualunque mutuo il cui scopo consistesse nel provvedere ai bisogni personali del mutuatario. In altri termini la prima categoria comprenderà tutti i prestiti contratti in vista di una nuova ricchezza patrimoniale e di un nuovo reddito monetario che permetta al mutuatario di restituire a suo tempo il capitale anticipatogli e di pagare gli interessi, senza impoverirsi; e la seconda tutti i prestiti il cui pagamento si risolve in una diminuzione, momentanea o definitiva, relativa od assoluta, dei capitali e dei redditi del mutuatario.

In tal modo si possono far entrare nella seconda categoria non solamente tutti i prestiti che il mutuatario eventualmente contragga allo scopo di prolungare per qualche tempo un tenore di vita superiore alle sue entrate normali e che in generale sono da biasimarsi, ma anche per esempio, il prestito stipulato da un padre per l'educazione de' suoi figli: prestito che, da un punto di vista strettamente economico ed immediato, l'impoverisce, ma che dal punto di vista sociale, ed anche in considera-

zione dei futuri effetti economici che possono derivarne allo stesso mutuatario se i figli gli saranno riconoscenti, sono da approvarsi senza restrizioni.

La nostra distinzione fra prestiti di produzione e prestiti di consumo può invocare a proprio favore l'autorità del Fisher. Questi infatti nel Capitolo XVII della sua « Teoria dell'interesse » etc. considera anzitutto i prestiti fra privati — che sono quelli di cui ci siamo occupati finora — e li divide appunto in prestiti di consumo ed in prestiti di produzione.

Il Fisher chiama anche i primi prestiti « personali » ed i secondi prestiti « d'affari ». Egli elenca inoltre i varî tipi di motivi che spingono a contrattare e gli uni e gli altri. Ma tale elenco per ora non ci interessa; e d'altra parte esso è legato alle particolari concezioni dell'economista americano sui principii dell'« impazienza » e su quelli del « rendimento al di sopra del costo »: concezioni alle quali abbiamo opposte a suo tempo le nostre critiche.

IV. — *I limiti d'applicazione dei concetti di produttività e di improduttività ai prestiti di produzione e di consumo.*

Abbiamo accennato più sopra agli errori che si nascondono nell'antica distinzione fra « produttivo » ed « improduttivo ». Tuttavia, se ci si liberi da tali errori, il concetto sano di produttività conserva ancora un suo significato intuitivo, ed è anzi implicito nella stessa definizione che abbiamo dato dei prestiti di produzione e dei prestiti di consumo.

Come risulta dalle definizioni proposte, il concetto di produttività può infatti venire applicato ai prestiti in un senso limitato e speciale: e cioè per rapporto ai loro effetti puramente economici ed in ispecie alle conseguenze che secondo il loro impiego essi hanno sul capitale e sul reddito dei mutuatari. Diciamo dei mutuatari; inquantochè, per quel che riguarda i mutuantî, appare evidente che ogni prestito, così di produzione come di consumo, è per essi produttivo, nel senso che — se l'operazione va a buon fine — essi ne ricavano un reddito sotto forma di

interesse. Va però notato che il termine « produttivo » viene allora adoperato in senso improprio, perchè l'interesse costituisce per sè medesimo un fenomeno di pura e semplice distribuzione, e viene percepito anche per i prestiti il cui uso da parte del mutuatario sia di consumo.

Passando invece ai mutuatari, è chiaro che i prestiti di produzione sono « produttivi », in un senso particolare.

Infatti, se le speranze si realizzano, il loro stesso impiego — come già vedemmo nel commentare la definizione — aumenta la ricchezza dei mutuatari, e permette loro di restituire il capitale ottenuto in prestito e di corrispondere gli interessi, servendosi di una semplice quota parte di questa maggior ricchezza. Col mutuo di produzione si crea, insomma, una ricchezza nuova che consente ai mutuatari di far fronte ai loro impegni senza impoverirsi. In tal modo la « produttività » risulta essere una caratteristica non del prestito, ma — come indica lo stesso termine di mutuo di « produzione » — del suo impiego. La somma presa a prestito diventa economicamente « produttiva » solo in quanto è stata impiegata a quel determinato scopo.

Al contrario il prestito di consumo non può mai essere — nel senso indicato — produttivo per il mutuatario. Il suo impiego esclude, per sè stesso, e nei suoi effetti immediati, la formazione di una nuova ricchezza e di un nuovo reddito a di lui favore. Egli dunque — secondo già vedemmo — dovrà pagare l'interesse al mutuante e restituirgli la somma, servendosi di una parte del reddito e del capitale di cui già disponeva, e impoverendosi in corrispondenza. S'intende che l'impoverimento va qui inteso in senso strettamente economico. Sotto altri aspetti, e per altre conseguenze, l'impoverimento può importare un temporaneo miglioramento di condizioni fisiche, morali, etc.

Solo in certi casi e per eventuali effetti lontani — già lo accennammo nel § III — anche certi prestiti di consumo possono considerarsi come « produttivi » nel senso convenuto.

Così uno studente che riesce a contrarre un prestito per ultimare i suoi corsi, si impoverisce certamente in un primo momento, ma può anche sperare di poter guadagnare un giorno, colla professione raggiunta, somme ben più grandi di quella per cui

si è indebitato.

Il criterio di « produttivo » e di « improduttivo » nel senso di « arricchimento » o di « impoverimento », se può riferirsi ai singoli individui — ed è ciò che abbiamo fatto sinora — può riportarsi anche alla collettività.

Per ciò che riguarda i prestiti di produzione, e semprechè le condizioni favorevoli si realizzino, l'aumento di ricchezza che ne consegue giova anzitutto al mutuatario, ma in ultima analisi giova pure alla società. La società è composta dei singoli, e se questi ultimi si arricchiscono, si arricchisce anche la prima. Il fatto è troppo evidente per aver bisogno di una dimostrazione particolareggiata.

Invece nel prestito di consumo i due punti di vista possono divergere. Se in generale essi impoveriscono gli individui, non è altrettanto vero che impoveriscano sempre anche la società. Esistono infatti certe forme di diminuzione o di distruzione di patrimoni, che sono diminuzione o distruzione per gli individui, ma non per la collettività nel suo complesso. Ad esempio, un proprietario che ha voluto conservare un tenore di vita superiore ai suoi redditi ordinari, e che vede messe all'asta le proprie terre ipotecate, perde il suo patrimonio. Ma non per questo tali terreni si volatilizzano: essi passano semplicemente dalle mani del proprietario imprevidente a quelle dei suoi creditori. La collettività dunque non perde e non guadagna: essa continua a vivere sopra una superficie la cui estensione e le cui condizioni di coltura non hanno variato.

V. — *La ripartizione del totale dei prestiti fra privati in prestiti di produzione e di consumo.*

Quali sono ora le proporzioni in cui i prestiti totali privati si dividono nei principali paesi, fra prestiti di produzione e prestiti di consumo?

Sarebbe di estrema importanza possedere al proposito dati precisi. Ma noi purtroppo non abbiamo potuto procurarceli. Crediamo del resto che vere e proprie statistiche in proposito non

esistano, date le evidenti e gravissime difficoltà della rilevazione in tale materia. I pochi elementi che sembrano aversi, si risolvono in semplici stime approssimative da parte di uomini d'affari, o di alti burocrati.

Le uniche cifre che conosciamo si riferiscono agli Stati Uniti, e sono quelle che il Fisher riporta nel Capitolo XVII della sua « Teoria dell'interesse » etc., attribuendole ad uno dei capi del censimento nord-americano, il Signor Giorgio K. Holmes. Secondo dunque le stime del Signor Holmes almeno i 9/10 dei debiti privati negli Stati Uniti sarebbero di produzione o di affari in genere. Ai debiti di consumo non resterebbe così riservato se non 1/10 del totale.

VI. — *Il significato di prestiti di produzione e di prestiti di consumo da parte dello Stato e degli Enti pubblici.*

Abbiamo parlato sinora dei soli mutui fra particolari: intendendo per particolari sia le persone fisiche, sia anche le persone giuridiche a titolo privato, come le società agricole, industriali e commerciali. Ma esistono anche i prestiti che riguardano lo Stato, le Province, i Comuni, etc.; insomma tutte le amministrazioni pubbliche.

E pienamente estensibile anche a tali prestiti la distinzione fra mutui di produzione e mutui di consumo. Per esempio, un mutuo che uno Stato contrae per migliorare le installazioni ferroviarie di sua proprietà, sarà di produzione, in quanto creerà esso stesso le condizioni che permetteranno al debitore di pagare gli interessi e di rimborsare il capitale coi maggiori proventi del traffico. Invece un mutuo per accrescere le spese militari, rappresenta un mutuo di consumo, nel senso, e *solo nel senso*, che esso non crea le condizioni per il proprio pagamento. Lo Stato non potrà rimborsare il capitale e non potrà corrispondere gli interessi di una tale operazione se non aumentando le imposte, od alienando qualche parte del suo patrimonio. (1)

(1) Accenniamo a questi due mezzi, perchè, essendo comuni anche ai debitori

Anche qui, l'estensione da noi praticata trova un conforto nell'autorità del Fisher il quale appunto applica ai debiti pubblici gli stessi criteri già usati per i debiti fra privati. Egli infatti, sempre nel Capitolo XVII della ricordata opera, distingue anche i debiti pubblici in debiti di produzione e debiti di consumo. Ai primi apparterebbero tutti i prestiti per i miglioramenti dei servizi pubblici propriamente detti, mentre rientrerebbero nei secondi i mutui per scopi militari e quelli per fronteggiare le discontinuità nelle entrate e nelle spese.

Riassumendo, la classificazione dei prestiti che più interessa la materia del presente Capitolo, può essere la seguente:

Prestiti privati	} di produzione di consumo
Prestiti pubblici	
	} di produzione di consumo.

VII. — *L'identità della condizione contrattuale del mutuatario nei prestiti di produzione e di consumo.*

Passiamo ora a considerare quali siano i caratteri che i prestiti di consumo hanno in comune con quelli di produzione, e quali invece i caratteri per cui se ne differenziano.

Dato il fine che allora ci proponevamo — e cioè quello di accertare le condizioni più elementari dei prestiti e dell'interesse, anzichè i fenomeni prevalentemente quantitativi a cui essi pure danno luogo — abbiamo esaminata la prima specie delle accennate caratteristiche fino dal Capitolo IX dello studio più volte citato: « Il capitale e l'interesse » (Parigi, Rieder, 1935).

Riassumendo quello che allora dicemmo, la posizione contrattuale del singolo mutuante e del singolo mutuatario è in sostan-

privati, essi servono meglio a stabilire un parallelo fra mutui privati e mutui pubblici. Ma vedremo a suo tempo che lo Stato, appunto perchè tale, dispone di vari altri sistemi di fronte ai propri debiti: compreso quello radicale di non pagarli mai.

za identica così nei prestiti di consumo come nei prestiti di produzione.

Cominciamo dal mutuatario,

In ultima analisi, l'interesse è il prezzo ch'egli paga per l'uso, durante un certo tempo, dell'utilità che presenta per lui la moneta del mutuante. Nel prestito di produzione, l'utilità immediata si risolve nel fatto che il mutuatario, impiegando il potere d'acquisto altrui nella compera di beni richiesti dal processo produttivo, può aumentare il suo patrimonio ed il suo reddito. Nel prestito di consumo, l'utilità immediata si risolve nel fatto che il mutuatario adopera il potere d'acquisto nel comperare beni che soddisfano un suo bisogno personale. Nel primo caso l'utilità assume forme che si esteriorizzano e che possono venire contabilizzate con precisione assoluta; nel secondo invece conserva aspetti strettamente fisio-psicologici, che non sono misurabili con metro oggettivo, e che variano da persona a persona. Comunque, in entrambi i casi il mutuatario dà un prezzo contro una utilità.

Naturalmente, parlando di utilità anche nel caso dei prestiti di consumo, intendiamo sempre riferirci ad una utilità considerata da un punto di vista strettamente soggettivo ed economico, indipendentemente da ogni concezione morale e da ogni interesse della società. Quando infatti ci si proponga di esaminare i motivi individuali dei prestiti e dell'interesse, occorre collocarsi e rimanere sotto l'angolo visuale dell'individuo, non della collettività. L'imprevidente od il prodigo non contrarrebbero prestiti di consumo e non pagherebbero interessi altissimi, se questi prestiti e questi interessi non costituissero per loro il mezzo con cui procurarsi l'utilità soggettiva, il piacere personale, di dar sfogo alla propria imprevidenza o alla propria prodigalità. Se invece i fenomeni venissero considerati sotto un altro profilo, e cioè non per conoscere i motivi individuali del prestito e dell'interesse, ma le diverse conseguenze sociali dei diversi prestiti, allora, e soltanto allora, entrerebbero in giuoco considerazioni di tutto altro genere, e al criterio dell'utilità soggettiva dovrebbe sostituirsi — come abbiamo osservato sin dal § IV — quello dell'utile della collettività.

Se è certo che il mutuatario non pagherebbe un prezzo qualora la moneta del mutuante non rappresentasse per lui una utilità, è anche certo che egli sarebbe ben lieto di poter usufruire di tale utilità gratuitamente. Non si versa un prezzo per un bene soggettivamente non utile, ma nello stesso tempo non ci si sottomette alla privazione rappresentata dal pagamento del prezzo, se essa non sia indispensabile per vincere l'ostacolo che si frappone fra lo stesso bene utile e chi lo desidera.

Nel caso speciale l'ostacolo è sociale, l'ostacolo è la proprietà privata del capitale. Esso consiste in ciò che il mutuatario, privo di quel dato capitale, non può procurarselo se non rivolgendosi a chi lo ha, vale a dire a chi, possedendolo a di lui esclusione, non intende certo rinunciare ai benefizi che per questo stesso fatto la società gli riconosce. Si tratta di una condizione sulla quale abbiamo molto insistito altre volte e che è d'altronde troppo intuitiva, perchè si rendano necessarie ulteriori dimostrazioni.

VIII. — *L'identità della condizione contrattuale del mutuante nei prestiti di produzione e di consumo.*

Passiamo ora al mutuante.

Anche la sua posizione contrattuale è sostanzialmente identica così nel prestito di produzione come in quello di consumo. Per cominciare dall'elemento che abbiamo testè considerato in rapporto al mutuatario, e che è bifronte per sua stessa natura, il mutuante, cioè il proprietario del capitale di cui altri ha bisogno, trae dalla sua proprietà la medesima forza ed i medesimi diritti, in qualsiasi caso. La circostanza che nella presente ipotesi il mutuatario intenda destinare la somma ottenuta in prestito non alla produzione, ma al consumo, non può dunque indebolire in alcun modo la situazione del proprietario del potere d'acquisto, ed indurlo, per esempio, a rinunciare al prezzo-interesse, o persuaderlo a contentarsi di un prezzo minore.

D'altra parte, se colui che cede il proprio capitale per fini di consumo non dovesse ricevere un interesse o dovesse rice-

verlo più piccolo, mentre ne ottiene uno od uno più elevato il mutuante a fini di produzione, nessuno presterebbe più la propria moneta per il primo scopo. Si può applicare al caso l'argomento degli antichi economisti sui rapporti fra la cessione dell'uso di mezzi monetari e la cessione dell'uso delle terre. Come il proprietario di mezzi monetari, se non ricavasse un interesse dal mutuatario in genere, impiegherebbe il proprio capitale nell'acquisto di terreni il cui affitto gli assicurerebbe una rendita; così il proprietario di una somma di moneta, il quale non realizzasse un interesse dai mutui di consumo, la impiegherebbe senz'altro e soltanto in mutui di produzione.

Inoltre, la distinzione fra prestiti di produzione e prestiti di consumo è molte volte impossibile per il mutuante. Finchè si presta ad un figliuol prodigo, il genere di impiego che egli farà della somma ottenuta si intuisce *a priori*. Ma si pensi al caso di un Istituto di credito fondiario che anticipa una somma ad un proprietario di terre. Saprà esso se il proprietario la userà proprio per migliorare la condizione dei suoi fondi, o se invece non la storerà in tutto od in parte per consumi personali? Il fatto stesso che molte volte la distinzione fra i due diversi tipi di impiego è troppo difficile rende tanto più impraticabile ogni diversità di condizioni a danno del mutuante.

Infine non è neppur detto che la restituzione della sorte ed il pagamento dell'interesse siano più probabili nel prestito di produzione che non nel prestito di consumo. In sostanza, il diverso grado di sicurezza di un mutuo è dato dalle garanzie che lo accompagnano o meno; e, quando queste esistano, dal loro carattere e dalla loro estensione.

L'usuraio che presta contro cambiali a babbo morto può correre pericoli. Ma l'Istituto fondiario che contro una ipoteca di primo grado concede un mutuo ad un proprietario di terre per una somma eguale alla metà del valore di perizia, è sicurissimo di riavere il suo capitale e gli interessi, tanto nel caso in cui il proprietario impieghi il danaro mutuato in migliorie, quanto nel caso in cui lo spenda in consumi personali.

IX. — *L'esistenza e le caratteristiche della curva della domanda normale nei prestiti di produzione.*

Concludendo, i caratteri essenziali della posizione contrattuale del mutuante e del mutuatario si conservano identici così per il mutuo di produzione come per il mutuo di consumo.

Ma può dirsi che tale identità si mantenga, anche quando si passi dal terreno prevalentemente qualitativo a quello quantitativo; quando cioè si esaminino in modo speciale le variazioni del saggio dell'interesse e le variazioni nel volume dei mutui? La risposta a questo secondo quesito dev'essere, secondo noi, negativa. Non ci resta che esporre i motivi di una conclusione la quale, a prima vista, può urtare per la sua singolarità e per la sua assolutezza.

Cominciamo col considerare i caratteri della domanda pei prestiti di produzione e per quelli di consumo.

Abbiamo veduto in taluni dei precedenti Capitoli, e particolarmente nel Capitolo X del nostro studio: « Il risparmio e l'interesse » etc. (Milano, 1939) come ed in che senso esista una curva della domanda normale dei capitali per prestiti di produzione.

Per le merci in generale la curva della domanda normale viene concepita come espressione geometrico-analitica della corrispondenza esistente tra l'altezza del loro prezzo e l'estensione della quantità richiestane. Se, dati i soliti assi cartesiani, sull'asse delle Ox si segnino le quantità domandate; se con ordinate parallele all'asse delle Oy si rappresentino i diversi prezzi corrispondenti alle diverse quantità, e se infine si uniscano fra loro i punti terminali superiori delle dette ordinate, si otterrà una curva che sarà discendente rispetto alla Ox . Questa curva, che è appunto la curva della domanda normale, raffigura la correlazione fra la quantità richiesta ed il prezzo: correlazione per cui, quando il prezzo di una data merce si eleva, la domanda ed il consumo si restringono; mentre, quando il prezzo diminuisce, la domanda ed il consumo si estendono. Si tratta in sostanza di una correlazione semplicissima, la cui verità trova il suf-

fragio così nelle suggestioni del buon senso, come nelle esperienze più comuni.

La legge esposta vale naturalmente tanto per i beni di consumo immediato, quanto per i beni strumentali. Anzi per questi ultimi la correlazione sarà resa più precisa e più mobile dal fatto che, mentre nel caso dei beni di consumo giuocano le abitudini, le affezioni, etc., assai variabili da individuo ad individuo e non soggette a misurazioni obbiettive, l'uso e la scelta dei beni strumentali, cioè dei beni adoperati per la produzione, sono rigidamente condizionati ai risultati esteriori che se ne possono ricavare. E questi risultati alla loro volta dipendono da quantità esattamente valutabili, quali ad esempio il prezzo d'acquisto del bene utilizzato ed il prezzo del bene ottenuto col suo concorso, il costo ed il rendimento di altri mezzi strumentali o succedanei, etc.

Ora, il potere d'acquisto che viene domandato nei prestiti di produzione, non solo è un bene strumentale, ma è il bene strumentale per eccellenza, in quanto, in una economia monetaria, costituisce il mezzo per procurarsi qualsiasi altro bene necessario alla produzione stessa. D'altra parte il potere d'acquisto presenta — nella stessa economia — un prezzo: cioè l'interesse che se ne deve pagare. Il fatto che questo interesse non costituisca il compenso integrale per una compravendita del bene, ma semplicemente il compenso molto minore per il semplice suo uso durante un certo tempo, non è tale da alterare la sua natura sostanziale di prezzo. Come esiste il prezzo per la compra-vendita, così esiste il minor prezzo per l'uso del capitale monetario, per l'uso della terra, e più in generale per tutti i beni la cui durata permetta di separare il loro godimento dalla loro conservazione.

Si avrà dunque una correlazione anche fra l'altezza dell'interesse e la quantità del capitale monetario, e tale correlazione non potrà non esplicarsi nel medesimo senso che quella fra la quantità ed il prezzo di qualsiasi altro bene diretto o strumentale. Più precisamente, quando l'interesse si eleva, la quantità del capitale mutuato per la produzione diminuisce, ed inversamente, quando il primo si abbassa, la seconda aumenta. L'identità della correlazione dà così luogo ad una curva della doman-

da normale dei capitali chiesti a scopo produttivo, la quale è perfettamente analoga, anche e specialmente per ciò che riguarda la inclinazione sull'asse delle ascisse, alla curva della domanda normale di qualsiasi altra merce.

X. — *L'inesistenza di una curva della domanda normale nei prestiti di consumo.*

Si presenta il quesito se, come esiste la curva della domanda normale pei mutui di produzione, esista anche la curva della domanda normale pei mutui di consumo.

Le suggestioni esercitate dal gusto della simmetria e della analogia parrebbero consigliare una risposta positiva. Ma un esame più attento della realtà delle cose obbliga invece ad una conclusione opposta.

La ragione fondamentale per cui non si può, a proposito dei mutui di consumo, parlare di una curva della domanda normale — nel senso convenuto più sopra — è data dal fatto che, sia per gli scopi di chi li richiede, sia per il carattere dei richiedenti, i prestiti di consumo esulano, in tutto od in gran parte, dal campo strettamente economico, e quindi anche dal giudizio della convenienza economica.

Certamente, esistono zone intermedie in cui una separazione netta non è facile. Così, nell'esempio altre volte ricordato in cui un Istituto di credito fondiario apra un mutuo ad un proprietario di terre, e questi l'adoperi in tutto od in parte per i suoi bisogni personali anzichè per il miglioramento dei fondi, il mutuo, sebbene in definitiva si riveli di consumo, viene contrattato sotto forme che permettono al mutuatario di beneficiare dell'organizzazione del credito a scopo produttivo e dei corrispondenti interessi. Ma si sa che la realtà complessa della vita non consente mai tagli netti. L'importante è constatare che dove il prestito risulta chiaramente di consumo sin dall'inizio, i suoi caratteri appaiono prevalentemente estranei al campo economico propriamente detto.

Il figliuol prodigo che firma cambiali a babbo morto per

poter offrire regali vistosi alla mondana di cui è invaghito, non si preoccupa se l'interesse sia del 15 o del 30%, nè gradua la sua domanda a misura del primo saggio o del secondo. A lui preme avere subito quella determinata somma per comperare quel certo brillante che quella data donna esige.

Il padre amoroso che con una operazione difficile spera di salvare il figlio, e che a tale scopo invoca l'opera del grande chirurgo il quale gli ha chiesta una somma di cui egli è privo, non guarda se l'interesse che dovrà pagare per il mutuo corrispondente sarà più o meno elevato, nè vuole ridurre la cifra per discendere ad altro professionista di cui abbia minor fiducia.

XI. — *I caratteri speciali della domanda di prestiti da parte dello Stato.*

Ma lasciamo i privati, e passiamo agli Enti pubblici, e particolarmente allo Stato, la cui domanda per prestiti di consumo supera di tanto ogni altra.

Qui i caratteri specifici dello Stato balzano al primo piano, ed influiscono non solo sopra i suoi mutui di consumo, ma anche sopra i suoi mutui di produzione. Talchè quando nelle nostre precedenti ricerche ci siamo occupati di questi ultimi, abbiamo sempre considerato il solo caso in cui essi venissero stipulati da imprenditori privati. Volevamo infatti lasciare impregiudicato l'esame dei caratteri speciali che in ogni caso presenta la domanda di potere d'acquisto da parte dello Stato.

Senza dubbio esistono condizioni economiche che si impongono anche allo Stato. Ad esempio, lo Stato non può pretendere di pagare per un dato debito un interesse troppo diverso da quello corrente in quel determinato momento; non si troverà in grado di procedere ad una conversione libera della rendita, se il valore di mercato dei titoli corrispondenti non supererà il loro valore nominale; potrà, nel caso di un debito di produzione per migliorare, poniamo, dati impianti industriali di sua proprietà, pagare il debito e gli interessi coll'aumento del valore patrimoniale e coi maggiori redditi d'esercizio, mentre, nel caso di un

debito di consumo, dovrà necessariamente ricorrere a nuove imposte o ad un inasprimento di quelle esistenti, etc. etc.

A parte tuttavia questi tracciati economici di carattere obbligatorio, lo Stato nel contrarre prestiti di produzione e tanto più di consumo, gode di una libertà di movimento e di una larghezza e singolarità di mezzi, che non possono avere i mutuatari privati, nè per l'una nè per l'altra specie di operazioni (1).

Lo Stato è un ente politico per eccellenza. Godendo della fiducia dei suoi amministratori, disponendo delle leve di comando delle Banche centrali, potendo ricorrere a coazioni di vario genere, esso è dunque in grado di trattare i propri debiti con criteri e con mezzi che non sono consentiti ai mutuatari privati, appunto perchè rappresentano criteri e mezzi essi stessi politici. Politiche saranno necessariamente molte misure relative alla grandezza ed al pagamento delle somme capitali; politiche molte misure relative all'onere degli interessi, etc.

Certamente coloro che governano lo Stato non possono non preoccuparsi della propria responsabilità anche nel campo finanziario, e devono quindi non abusare troppo delle loro prerogative. Ma i freni che si imporranno loro non distruggeranno certo il carattere politico delle loro misure; potranno semplicemente determinare una scelta più giudiziosa di tali misure, ed un uso più prudente di quelle scelte.

Si deve dunque concludere che la domanda dei prestiti di consumo non è assolutamente paragonabile a quella dei prestiti di produzione, sia perchè i privati che vi partecipano non sono guidati da considerazioni economiche propriamente dette, sia perchè lo Stato che vi concorre colla quota di gran lunga maggiore, vi porta criteri e mezzi i quali appartengono, assai più che

(1) Queste osservazioni e le successive valgono naturalmente finchè lo Stato accende debiti nel paese sottoposto alla sua autorità. Se invece contrae debiti all'estero, allora esso non può far valere se non in minima parte la propria influenza politica e deve quindi limitarsi a trattare quasi come un privato. Le cose anzi possono giungere ad un punto tale, da obbligare lo Stato ad impegnare determinati cespiti per il servizio del debito estero, ed a permettere l'intrusione dei rappresentanti dei creditori stranieri nei propri Consigli. Basti pensare a ciò che, fino a pochi anni or sono, era l'amministrazione del debito pubblico nell'Egitto, nella Turchia e nella Cina. Si intende però che questi estremi sono possibili solo quando gli Stati debitori non abbiano la forza militare per resistere all'appoggio altrettanto militare che i loro creditori esteri trovano nei rispettivi governi.

alla sfera economica, alla sfera politica, ed implicano possibilità ben più grandi e più varie che quelle consentite ai semplici privati, siano essi richiedenti di prestiti di produzione o di consumo. Una delle conseguenze della incomparabilità fra le due domande è appunto questa: che nel caso dei mutui di consumo non è lecito assolutamente parlare di una curva della domanda, nel senso in cui se ne può invece parlare pei mutui di produzione.

XII. — *I mutui di produzione e la scala dei margini.*

V'è poi un'altra ragione per la quale una curva della domanda del potere d'acquisto a scopi di consumo non può esistere, se intesa nel senso in cui abbiamo definita la curva della domanda normale del potere d'acquisto a scopi di produzione. Si tratta di un motivo che risulta implicitamente da tutte le osservazioni sin qui esposte, ma che vale la pena di mettere in maggiore evidenza.

Occupandoci della seconda fra le due curve accennate, abbiamo visto — specialmente nel Capitolo XI del volume: « Il risparmio, l'interesse » etc. — come, al di sopra di essa, si possa e si debba concepire una scala dei margini. Poichè gli imprenditori vanno in cerca di prestiti per realizzare col capitale corrispondente determinati guadagni o margini, fra la altezza degli interessi percentuali e quella dei margini percentuali viene a stabilirsi una correlazione. Dove e quando i margini risultano più elevati, gli imprenditori sono in grado di sopportare, *ceteris paribus*, un interesse più alto, mentre, dove e quando i margini sono inferiori, non possono sostenere se non interessi più bassi. Inversamente, se gli interessi sono bassi, potranno svilupparsi anche le industrie con margini modesti; mentre se gli interessi sono alti, resisteranno — sempre a parità di condizioni — soltanto le industrie con margini più notevoli.

Queste correlazioni si possono appunto rappresentare con una scala dei margini. Essendo ogni margine percentuale maggiore del corrispondente interesse, le ordinate che in rapporto alla curva della domanda normale del potere d'acquisto a scopo

di produzione rappresentano gli interessi percentuali, possono venir prolungate fino a rappresentare la maggiore altezza dei margini correlativi. Unendo allora i punti terminali superiori di queste maggiori ordinate, si ottiene una linea che corre superiormente alla curva della domanda normale, e che discende anch'essa, man mano che la curva predetta si abbassa sull'asse delle ascisse. Tale linea raffigura appunto la scala dei margini.

Vedemmo poi nella ricordata sede come tale scala non costituisca una preziosità, ma sia utilissima per mettere meglio in luce, sia sul terreno nazionale, sia su quello internazionale, i rapporti che passano fra le condizioni dei diversi rami di industria e le altezze dell'interesse.

XIII. — *L'inapplicabilità della scala dei margini ai mutui di consumo.*

Orbene, è concepibile una scala dei margini a proposito della domanda dei mutui di consumo? Tutto ciò che abbiamo osservato in relazione a quest'ultima, lo esclude assolutamente.

La domanda dei mutui di consumo sta, per la definizione stessa, al di fuori della sfera della produzione. Essa dunque prescinde dalla esistenza, o meno, dei margini e della loro altezza.

Il dissipatore che accende un mutuo non vuole investire la somma corrispondente nell'agricoltura, o nell'industria, o nel commercio, in modo da ottenerne un margine; vuol semplicemente soddisfare i suoi bisogni personali.

Lo Stato che lancia un prestito per le spese militari sa benissimo che queste non hanno nulla a fare col suo patrimonio redditizio. Egli intende soddisfare bisogni collettivi inerenti a fini di tutt'altro ordine, a criteri di sicurezza e di potenza.

La miglior prova che la scala dei margini ha ben poco a vedere colla domanda dei mutui di consumo, è data dal fatto che in molti casi coloro che richiedono questi ultimi, pagano un interesse la cui altezza supera di gran lunga quella del margine corrente.

Si supponga che in un certo paese ed in un certo momento

il margine medio si aggiri fra il 15 ed il 20%. L'interesse dei mutui di produzione — appunto perchè viene detratto dai margini — dovrà essere naturalmente minore. Poniamo varii dal 7.50% al 10%. Orbene, l'interesse che paga il figlio prodigo, l'interesse sopportato dalla povera madre che vuol comperare le medicine alla sua creatura in pericolo, etc., potrà superare di gran lunga l'altezza degli stessi margini, e giungere per esempio al 30, al 40, al 50%. I cosiddetti usurai sono appunto coloro i quali prestano ad un interesse che è molto superiore tanto all'interesse corrente, quanto anche al margine corrente.

Sarebbe dunque superfluo moltiplicare gli argomenti e gli esempi. Tutto quanto abbiamo esposto prova che la scala dei margini, appunto perchè collegata coi mutui di produzione, non può avere alcun rapporto diretto (1) con quella dei mutui di consumo. E poichè la relazione diretta colla scala dei margini costituisce invece una fra le caratteristiche più tipiche della curva della domanda normale dei mutui di produzione, l'impossibilità di tale corrispondenza da parte della domanda dei mutui di consumo fornisce un argomento ulteriore alla tesi che a quest'ultima non è assolutamente applicabile il concetto di curva nel senso in cui è proprio alla prima.

XIV. — *La curva dell'offerta normale nei mutui di produzione.*

Passiamo ora dalla domanda all'offerta.

Per tutte in generale le merci in quantità variabile, e cioè riproducibili, esiste un costo di produzione. Di conseguenza esiste anche una correlazione fra il loro costo unitario di produzione ed il numero delle unità che ne vengono ricavate. Se, dati i soliti assi cartesiani, si segnino con segmenti sull'asse delle Ox le unità prodotte, e, con parallele alla Oy, i costi unitari corrispondenti, e se infine si uniscano fra loro i punti terminali

(1) Vedremo a suo tempo che in certi casi può esistere fra la scala dei margini e la domanda dei mutui di consumo, un rapporto soltanto indiretto: nel senso che l'altezza dell'interesse nei mutui di produzione — altezza condizionata dalla scala dei margini — influisce sull'altezza dell'interesse anche per una parte dei mutui di consumo.

superiori di tali parallele, si otterrà una curva che si potrà chiamare la curva dei costi unitari. Essa rappresenterà l'interdipendenza esistente fra il variare del costo unitario di produzione di quella data merce, ed il variare del numero delle unità che se ne producono.

Nel caso, ad esempio, delle industrie estrattive, la curva sarà ascendente rispetto all'asse delle ascisse, appunto perchè in tali industrie il costo tende a crescere coll'aumento della quantità ricavata: cioè coll'aumento nella profondità delle escavazioni, o colla diminuzione nel titolo del minerale. Invece nelle altre industrie in genere, la curva sarà oltre un primo tratto, discendente, fino al punto in cui si sarà trovata la miglior proporzione fra i coefficienti della produzione e la quantità prodotta.

Orbene, quando si tenga conto del fatto che per gli imprenditori la preoccupazione principale è quella di coprirsi del costo, e che d'altra parte un margine diventa per loro possibile solo quando e finchè la curva dei prezzi unitari di costo si mantenga inferiore ai prezzi di vendita rappresentati dalla curva della domanda, è lecito, in relazione anche a quest'ultima, di considerare la curva dei costi come la curva di offerta più importante e più caratteristica sempre per periodi di tempo sufficientemente lunghi.

In base a questi principi generali, abbiamo appunto dimostrato nel Capitolo XII del nostro studio: « Il risparmio e l'interesse » etc., che anche per la quantità di potere d'acquisto destinata a mutui di produzione, esiste una curva di offerta normale o dei costi nel senso testè indicato. Essa non si riferisce al risparmio, perchè questo non esige alcun costo. Non si riferisce neppure all'offerta di mutui da parte di mutuantì non professionali, perchè questi ultimi non incontrano vere e proprie spese continuative di amministrazione. Si riferisce invece alle banche: in quanto queste rappresentano vere e proprie imprese, le quali, per esercitare le loro funzioni, devono sostenere tutta una serie di costi (spese generali di amministrazione, interessi ai depositanti, etc.). Queste spese sono perfettamente assimilabili a costi di produzione. Esse rappresentano i costi specifici delle imprese bancarie, così come le spese, in parte di altro

tipo, rappresentano i costi specifici delle imprese d'altro genere.

Variando dunque le quantità di potere d'acquisto che le banche possono prestare, e variando in corrispondenza i costi unitari del servizio bancario, esiste tra le due grandezze una correlazione, rappresentabile anch'essa mediante una curva analoga a quella di cui abbiamo parlato poco fa in rapporto alle altre imprese.

A questa curva abbiamo dato a suo tempo il nome di curva dell'offerta normale dei capitali monetari.

XV. — *L'inesistenza della curva dell'offerta normale nei mutui di consumo fra privati.*

Si può concepire una curva dello stesso genere anche per l'offerta del potere d'acquisto nei prestiti di consumo?

Qui la risposta può essere negativa o positiva a seconda dei casi.

Finchè si tratta di mutui di consumo concessi da privati a privati, si deve escludere che si determini una curva dei costi nel senso già indicato.

Certamente esistono pur nei rapporti fra privati (persone fisiche o persone giuridiche) zone intermedie, nelle quali i costi per prestiti di consumo si mescolano a veri e propri costi anche per prestiti di produzione. Ad esempio, nella ipotesi — troppe volte ricordata — di un proprietario che, a fini totali o parziali di consumo, concluda un mutuo con un Istituto di credito fondiario, è chiaro che a tale mutuo corrisponderà teoricamente una quota, sia pur piccolissima, del costo complessivo di produzione sostenuto dall'Istituto medesimo.

Ma quando si consideri la vasta zona in cui i prestiti di consumo possono svolgersi fra privati senza mimetizzazioni e colla peculiarità che sono loro proprie, allora non è più possibile parlare di un vero e proprio costo a tipo continuativo ed industriale.

Anzitutto, l'organizzazione del credito è sorta e si è sviluppata non in vista dei prestiti di consumo, ma in vista dei pre-

stiti di produzione. In generale, più una Banca ordinaria è bene organizzata, e più essa apre il fido soltanto ai veri e propri uomini d'affari. Anche gli Istituti — come quelli per il credito fondiario — che da principio prestavano contro ipoteca ai proprietari di terre senza troppo preoccuparsi se gli stessi avessero usato il ricavo del mutuo nel miglioramento dei loro fondi od in spese personali, hanno finito per opera anche della legge, col richiedere le garanzie e creare gli organi necessari per il controllo sull'impiego effettivo delle somme mutate.

Se dunque il costo dell'attività creditizia è proprio delle Banche, e se d'altra parte gli Istituti di credito ordinari sono in massima parte estranei ai prestiti di consumo ai privati, diventa impossibile estendere a questi ultimi prestiti, fatti e concetti che si riferiscono soltanto all'opera delle Banche considerate quali imprese per la concessione di mutui di produzione.

D'altronde l'osservazione diretta ci insegna chi per lo più provvede ai mutui privati di consumo.

Coloro che prestano al prodigo, al piccolo impiegato, alla vedova etc., sono individui i quali vivono al margine del sistema creditizio. La loro attività non presenta un carattere professionale vero e proprio, ed anche quando potrebbe entro certi limiti presentarlo, è sempre molto modesta. Essa quindi, non uscendo dai limiti di una semplice amministrazione familiare, non esige un impianto apposito, e pertanto non importa la determinazione di un costo, nel senso in cui quest'ultimo termine può applicarsi ad una impresa commerciale propriamente detta,

XVI. — *L'esistenza — in forma sussidiaria — della curva dell'offerta normale pei mutui della Banca centrale allo Stato.*

Diversa risulta invece la situazione, per i prestiti che gli Istituti di credito facciano allo Stato.

Abbiamo detto più sopra che le Banche « ordinarie » si sono specializzate per i soli prestiti di produzione. Coll'aggettivo « ordinarie » abbiamo inteso infatti di escludere le grandi Banche centrali o Banche di emissione. Abbiamo visto a suo tempo

come gli Istituti centrali, oltre ad essere le Banche dei banchieri, siano pure le Banche dello Stato, ed anzi come tale funzione, in periodi particolari come quelli di una guerra, divenga prevalente rispetto all'altra.

Orbene, poichè la maggior parte dei debiti dello Stato, secondo abbiamo già visto, sono piuttosto di consumo che di produzione, ne segue che le Banche centrali rappresentano oltretutto l'organismo regolatore dei prestiti di produzione fra i privati e le Banche minori, l'organismo specifico per i mutui di consumo allo Stato. E siccome d'altronde le Banche centrali presentano in forma completa quel costo che è proprio delle imprese, ecco che in generale le anticipazioni da esse fatte allo Stato anche nei mutui di consumo, si troveranno correlate al costo predetto, e quindi anche alla curva dell'offerta, intesa sempre nel solito senso.

Passando ad una analisi più dettagliata, esistono casi in cui questa correlazione presenta un carattere prevalentemente accidentale, ma ve ne sono altri in cui essa è più continuativa e più aderente alle funzioni normali dell'Istituto centrale.

Cominciamo dai primi. Per dare un solo esempio, supponiamo che uno Stato, ispirandosi ai principii dell'economia liberale, emetta un prestito rivolgendosi al grosso pubblico. Gli intermediari fra una parte di questo pubblico e lo Stato sarà la Banca centrale, coadiuvata dalle più importanti fra le Banche minori. Per limitarci alla prima, essa farà da intermediaria fra lo Stato ed i terzi: vale a dire, raccomanderà e colla propria organizzazione faciliterà al pubblico la sottoscrizione immediata della maggior massa possibile di titoli di rendita, e si impegnerà a provvedere al collocamento di altri anche in futuro. Per compensare la Banca delle spese che incontrerà in tale funzione, lo Stato le cederà i titoli ad un prezzo inferiore a quello a cui essa sarà autorizzata a venderli al pubblico. In tal caso il costo della funzione entrerà in giuoco: ma sarà un costo determinato a *forfait* una volta tanto. Molto probabilmente, tale costo ed il margine corrispondente faranno parte di un conto speciale, ed in ogni caso cesseranno, una volta che il prestito sarà stato coperto.

Si considerino invece quelle funzioni alle quali abbiamo accennato più sopra, e per cui l'Istituto centrale appare come il banchiere ordinario dello Stato. Si tratta qui di prestazioni che — a parte sviluppi particolari in momenti di speciale gravità — rientrano nelle funzioni normali della Banca, che presentano quindi un carattere continuativo, e che non possono venire praticamente separate dal complesso delle altre forme di attività della Banca stessa. I costi dei mutui di consumo che l'Istituto concede allo Stato vengono così a trovarsi intimamente legati ai costi generali della impresa di credito. Salvo talune peculiarità secondarie, i mutui di consumo aperti allo Stato non presenteranno, sotto questo aspetto, nessuna differenza sostanziale coi mutui di produzione aperti agli imprenditori privati.

CAPITOLO X.

IL MERCATO DEI PRESTITI DI PRODUZIONE E QUELLO DEI PRESTITI DI CONSUMO.

I. — *L'interdipendenza dei mercati per i prestiti di produzione e per quelli di consumo.*

Il fatto che le due grandi categorie di mutui non siano mai assimilabili fra loro per ciò che riguarda la curva della domanda normale, e lo siano soltanto in certi casi per ciò che riguarda la curva dell'offerta normale, non significa però che esse non presentino fra loro notevoli interferenze e che non si influenzino a vicenda.

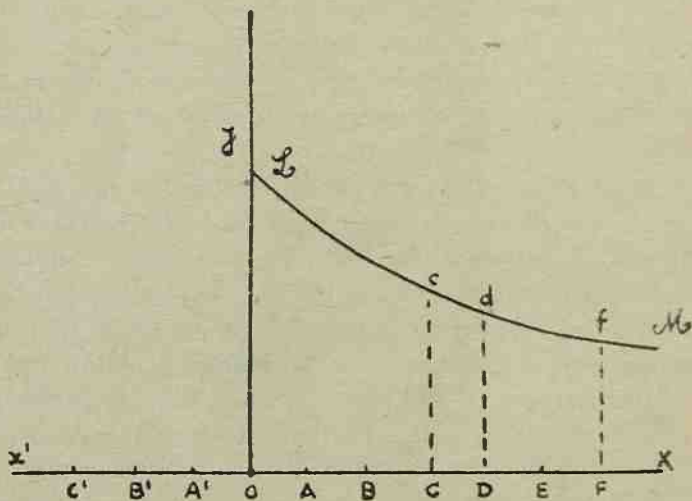
In pratica il mercato per i prestiti di produzione ed il mercato per i prestiti principali di consumo sono fra loro intercomunicanti. Esistono senza dubbio talune zone — quelle dei prestiti di consumo a così dire minuti — le quali, già lo accennammo, formano come un mondo economico a sè stante. Per ciò che riguarda i mutuatari, questo mondo è abitato dai prodighi ad un estremo, e dall'altro estremo, da una clientela povera, alla ricerca di piccoli prestiti per fronteggiare le necessità indispensabili della vita. Si tratta di persone che generalmente non possono trovare credito se non sul posto in cui vivono, ed in forme più o meno clandestine. Quanto ai mutuantì lo stesso mondo ospita individui che Dante considera come peccatori contro Dio, e destina al settimo cerchio dell'Inferno. Costoro, dovendo prestare ad una clientela locale impossibilitata ad offrire serie garanzie e nello stesso tempo pressata dal bisogno, ne approfittano, imponendo condizioni che, per la loro stessa onerosità, superano ogni criterio strettamente economico. Si

può dunque dire che il potere d'acquisto cui si riferiscono tali contratti deve escludersi da quella massa ben maggiore che va a costituire il vero e proprio mercato degli stessi mutui di consumo.

Quando invece si considerino i prestiti di consumo di maggiore importanza, e specialmente quelli accesi dallo Stato, dagli Enti pubblici minori, dai grossi proprietari terrieri etc., allora ci si trova davanti ad un mercato vero e proprio che coesiste ed è in concorrenza col mercato dei mutui di produzione.

II. — *Le domande dei prestiti di produzione e dei prestiti di consumo, e la loro influenza sul saggio dell'interesse nei mercati rispettivamente opposti.*

I fenomeni che ne derivano possono venire utilmente chiariti da una rappresentazione grafica.



Si prenda un duplice sistema di assi ortogonali, in cui sia in comune l'asse delle ordinate y O. A destra di O, e sulla O x si segnino le quantità del potere d'acquisto domandate a scopi di produzione, e si supponga che in un certo momento il totale di queste quantità corrisponda al segmento O F. Si immagini inoltre che L M sia la curva della domanda normale per i prestiti di produzione. Allora la quantità O F potrà venire mutua-

ta ad un interesse il cui saggio più basso, o saggio marginale, sarà rappresentato dalla ordinata $f F$.

Si supponga che — determinata, ad esempio, dai bisogni militari dello Stato — sorga una domanda anche per prestiti di consumo; che questa domanda sia rappresentabile con un segmento eguale a DF , ed infine che essa non possa venire soddisfatta se non sottraendo alla richiesta di mutui di produzione la quota corrispondente di capitali monetari. Se a sinistra di O e sulla Ox' si segnano le quantità del potere di acquisto domandate a scopo di consumo, il segmento OB' eguale a DF rappresenterà la massa di moneta assorbita dallo Stato. Ecco che allora, costanti le altre condizioni, il potere d'acquisto per i mutui di produzione si ridurrà della quantità DF , colla conseguenza che l'interesse minore per i mutui medesimi non sarà più $f F$, ma $d D$.

Il fatto che $d D$ è più alto di $f F$, limite inferiore di prima, dimostra così nel modo più evidente che la concorrenza dei due mercati, quello dei prestiti di produzione e quello dei prestiti di consumo, sottraendo al primo una quota di potere di acquisto, vi determina un elevamento corrispondente del saggio minimo, o saggio marginale, dell'interesse.

Naturalmente è vero anche l'inverso, e cioè che se la domanda dei mutui di produzione diventasse ad un certo momento minore di OD , una nuova quantità di potere d'acquisto resterebbe libera per i mutui di consumo, e col peso della propria concorrenza andrebbe a diminuire il saggio dell'interesse sul vero e proprio mercato dei mutui stessi.

Il fenomeno non è rappresentabile graficamente colla medesima evidenza del caso anteriore: e ciò perchè, in base ai motivi esposti a suo tempo, manca pei prestiti di consumo una vera e propria curva della domanda. È tuttavia intuitivo che se ad esempio, la domanda a scopi di produzione si riducesse da OD ad OC , il segmento CD , eguale alla quantità resasi libera a destra di O , passerebbe a sinistra dell'origine degli assi, e, in prolungazione del segmento OB' , diverrebbe il segmento $B'C'$. Contemporaneamente il saggio dell'interesse pei mutui di produzione salirebbe da $d D$ a $c C$.

In tal modo, non solo si accentuerebbe sul mercato dei mutui di produzione quel movimento di rialzo nel saggio dell'interesse che abbiamo già esaminato nel caso precedente, ma si determinerebbe anche il nuovo ed inverso fenomeno che stiamo ora esaminando più particolarmente.

Il potere d'acquisto a disposizione dei mutui di consumo passerebbe infatti dalla quantità $O B'$, alla maggiore quantità $O C'$. Aumenterebbe così il numero dei mutuanti a scopo di consumo, e questo aumento non potrebbe non risolversi in un vantaggio a favore dei mutuatari correlativi. In altri termini si avrebbe una riduzione del saggio dell'interesse sul mercato dei prestiti di consumo; e ciò per cause le quali — sebbene esplicitandosi con un processo meno esattamente definibile — risulterebbero analoghe — sia pure in senso inverso — a quelle per le quali sull'altro mercato il saggio dell'interesse ha subito invece un rialzo.

III. — *La concorrenza fra i mercati pei prestiti di produzione e pei prestiti di consumo.*

Fra i due mercati coesistenti ed intercomunicanti si determina dunque, in un certo senso, una lotta di concorrenza.

Per motivi di semplicità abbiamo finora supposto che — costanti tutte le altre condizioni — tale lotta si risolvesse nello strapparsi reciprocamente aliquote più o meno grandi di un risparmio invariato. Ma nella realtà più complessa delle cose, ed in una società in sviluppo economico, ad ogni momento si forma un nuovo risparmio che si aggiunge al precedente, e che va ad accrescere le disponibilità per qualsiasi specie di mutui.

In tal modo la concorrenza fra i due mercati non si esprimerà tanto nel contendersi le diverse aliquote di un risparmio invariato, quanto nel cercar di attirare a proprio beneficio la maggior parte possibile del risparmio di nuova creazione.

L'arma con cui si svolgerà questa lotta sarà — invariate le altre condizioni — l'altezza del saggio dell'interesse. A seconda che si pagherà un saggio più o meno elevato pei mutui

di produzione o pei mutui di consumo, una quota maggiore del nuovo risparmio si convoglierà — in un regime di libertà economica — verso quel mercato dove l'interesse risulterà maggiore.

IV. — *La concorrenza delle Casse postali italiane di risparmio alle Casse di risparmio ordinarie ed agli altri Istituti nazionali di credito.*

Un esempio caratteristico di tali fenomeni ci è offerto dalle conseguenze della riforma introdotta dallo Stato italiano nella gestione delle Casse postali di Risparmio.

Le Casse postali sono le grandi raccoglitrici di quel risparmio che, attraverso alla Cassa Depositi e Prestiti, lo Stato può devolvere più direttamente al proprio finanziamento. A parte dunque le misure che il Governo è in grado di prendere ed ha realmente prese affinchè una data quota dei depositi e delle altre attività delle rimanenti Banche venga impiegata nell'acquisto di titoli di rendita, è naturale che esso si occupi anche di accrescere le disponibilità di quei tipi di Istituti di credito che dipendono da lui nel modo più immediato, ed ai quali può attingere più facilmente per i propri bisogni.

Orbene, per incrementare le somme presso le Casse postali di risparmio, lo Stato ha creato, accanto ai soliti libretti a risparmio, il buono postale fruttifero. È questo un titolo di deposito che presenta, insieme a tagli da L. 100 e da L. 500, tagli sino a 50.000 ed a 100.000 Lire, e che mentre è rimborsabile colla perdita degli interessi quando la restituzione sia chiesta entro breve tempo, gode, se non realizzato, di un interesse superiore sin dall'inizio a quello di ogni altro titolo di Stato e passibile, per il giuoco degli interessi composti, di un aumento tanto più grande, quanto più lungo è il periodo dell'immobilizzo.

In tal modo, se il saggio degli interessi sui depositi (libretti) presso le Casse Postali di risparmio è tenuto un po' più alto del saggio sui depositi presso ogni altra specie di banche, il rendimento dei buoni fruttiferi supera da 2 volte a 2 volte e

mezzo il rendimento di ogni forma di libretti, presso qualsiasi altro Istituto.

Con questi trattamenti a così dire preferenziali, lo Stato ha ottenuto lo scopo di incrementare fortemente i depositi presso le Casse Postali sotto la forma dei buoni fruttiferi. Lo sviluppo di questi ultimi si è verificato in parte maggiore perchè una quota notevole del nuovo risparmio ha scelto tale investimento, ma in parte anche perchè una certa quantità del risparmio che prima era depositato nei libretti postali, ha voluto trasformarsi in buoni.

Una delle più caratteristiche conseguenze delle eccezionali correnti che lo Stato è riuscito così a convogliare verso le Casse postali, è che, nel momento medesimo in cui aumentavano le somme presso le Casse predette, quelle presso le Casse ordinarie di risparmio diminuivano in un primo momento il ritmo della loro ascesa, e finivano poi col ridursi addirittura. Il fenomeno è tanto più notevole quanto si rifletta che — a parte i risparmi dei ricchi attirati dai buoni postali di più grosso taglio — i depositanti presso le Casse di risparmio delle due specie, appartengono in gran parte agli stessi strati sociali: e cioè a coloro cui i redditi modesti consentono i risparmi più piccoli.

Tuttavia poichè l'aumento delle somme investite nei buoni postali fruttiferi supera di gran lunga la misura della riduzione dei depositi presso le Casse di risparmio ordinarie, è chiaro che il sistema degli alti interessi inaugurato dalle Casse po-

(1) Il fenomeno così illustrato costituisce anche una prova ulteriore della verità di una tesi che abbiamo sostenuto tanto nel Capitolo I del presente volume, quanto nei nostri precedenti studi sull'interesse, ed in particolare nel Capitolo XII, Sezione I, del nostro: « Il risparmio e l'interesse nella grande industria bancaria ». Secondo tale tesi — la cui portata può giustificare qualche ripetizione — l'altezza dell'interesse non ha una influenza diretta sulla grandezza complessiva del risparmio: talchè quest'ultima varia indipendentemente dalle modificazioni del saggio dell'interesse, e può aumentare anche se il saggio si riduce. L'altezza del tasso esercita invece un'azione decisiva sulle destinazioni del risparmio già formato: nel senso di convogliarne una parte maggiore verso quegli impieghi dove — a parità delle altre condizioni — l'interesse percentuale è più elevato. Nel caso in esame, il maggiore interesse pagato dalle Casse postali non ha certo fatto aumentare il risparmio totale dei loro antichi clienti, o della nazione in generale, ma ha fatto crescere il numero dei primi, determinando il loro reclutamento anche fra strati sociali più agiati.

stali è riuscito a distrarre una quota molto notevole del vecchio e del nuovo risparmio, non solo dalle Casse ordinarie — ad esse più vicine — ma anche dagli altri Istituti di credito. Il che prova come lo stesso sistema abbia anche portato verso le Casse postali una clientela nuova e diversa da quella tradizionale, una clientela, cioè, assai più ricca.

V. — *Il saggio dell'interesse sui buoni fruttiferi delle Casse postali italiane di risparmio, ed il saggio dell'interesse sui depositi presso le altre Banche nazionali.*

Il quadro che togliamo dalla pubblicazione della Banca d'Italia (« L'economia italiana nel 1931-36 », vol. I, pag. 160), conferma e riassume i fenomeni esposti con una chiarezza che ci dispensa da ogni altro commento :

ANDAMENTO DEI DEPOSITI NELLE CASSE DI RISPARMIO
ORDINARIE E POSTALI

Anni	Casse ordinarie di risparmio	Casse postali di risparmio	
		Totale dei depositi	Quota dei depositi totali investiti in buoni fruttiferi
(Milioni di Lire)			
1930	17.371	13.032	4.308
1931	18.181	14.675	6.023
1932	18.743	17.016	8.449
1933	19.523	19.402	10.802
1934	19.572	20.426	11.791
1935	18.597	19.958	11.622
1936	18.747	22.314	13.835

In una economia nettamente individualistica l'assorbimento di una quota così notevole del risparmio nazionale da parte dello Stato, avrebbe provocato un rialzo molto sensibile nel saggio di interesse sui depositi presso le altre Banche, e questo rialzo alla sua volta avrebbe determinato un rallentamento nella domanda dei buoni fruttiferi delle Casse postali. Invece in una economia regolata come è ora quella italiana, gli accordi preventivi intervenuti fra le varie Banche sotto le direttive del Governo, hanno condotto a questo risultato: che i saggi pres-

so le altre Banche sono stati mantenuti bassi, malgrado il convogliamento del risparmio presso le Casse postali ed anzi allo scopo di favorire tale convogliamento. Così lo Stato è riuscito a realizzare interamente il proprio piano, e nello stesso tempo le altre Banche non hanno potuto elevare il tasso dell'interesse sui propri depositi.

Quest'ultimo fatto poi, se ha nuociuto ai depositanti presso le Banche ordinarie, avrà consentito alle Banche stesse di evitare un rialzo in uno dei principali coefficienti del costo del servizio bancario — e cioè nel saggio dell'interesse corrisposto appunto sui depositi — ed avrà potuto risolversi in un alligierimento relativo del tasso pagato dai loro mutuant, se ed in quanto le dette Banche non saranno riuscite a convertire la notevole economia in loro esclusivo beneficio.

A riprova del modo con cui i vari saggi dell'interesse pei diversi tipi di depositi sono stati regolati preventivamente, togliamo della solita pubblicazione della Banca d'Italia (Vol. I, pag. 161) l'indicazione dei tassi massimi d'interesse sui depositi presso le Banche ordinarie, quali sono stati fissati dagli accordi bancari del 1934 e del 1937, i tassi d'interesse sui libretti di risparmio postali a partire dal 1 aprile 1934, e finalmente quelli sui buoni postali, stabiliti con decorrenza dal 1 maggio 1936, e poco diversi da quelli con decorrenza 1 maggio 1927 e 1 dicembre 1932: (1)

<i>Tassi massimi per le banche ordinarie (accordi bancari 1934 e 1937)</i>	<i>Tassi sui depositi presso le Casse postali di risparmio. Tassi sui libretti (1° aprile 1934)</i>	<i>Tassi sui buoni fruttiferi (1° maggio 1936)</i>
Libretti di risparmio libero:		
piccolo risparmio 2,50	2,52	Dal compimento degli anni 1°-2° 5,—
risparmio ordinario 2,—		» » » 3°-5° 5,25
		» » » 6°-9° 5,50
Libretti di deposito a risparmio vincolato:		
vincolo da 3 a 6 mesi 2,50		» » » 10°-14° 5,75
vincolo di 6 mesi o più . . . 3,—		» » » 15° ed oltre 6,—

(1) Nel 1933 e nel 1934 le Casse postali avevano ridotto i tassi sui buoni

Il fatto che il saggio dell'interesse sui buoni postali può essere così alto, senza che si verifichi un aumento negli altri saggi tanto più bassi, dimostra che l'economia regolata è in grado di portare anche in questo campo a risultati diversi da quelli che caratterizzano l'economia individualistica.

VI. — *L'impossibilità, in una economia individualistica, di un divario notevole e permanente del saggio dell'interesse pei mutui di produzione e per quelli di consumo.*

Abbiamo visto che per ogni singola nazione il mercato dei prestiti di produzione e quello dei prestiti di consumo più normali, sono intercomunicanti ed interdipendenti. Da questo stato di fatto un'altra conseguenza deriva: ed è che — sempre e solo in un regime di libertà economica, costanti le altre condizioni e fra l'altro a parità di garanzie — l'interesse che vige sull'uno dei due mercati tenderà alla lunga ad essere eguale, nell'interno di ogni data nazione, a quello che vige sull'altro.

A parte che — come abbiamo visto più sopra — la situazione contrattuale dei mutuanti e dei mutuatari è essenzialmente eguale tanto per l'una specie di prestiti quanto per l'altra, il fatto stesso che i due mercati comunicano fra loro e si influenzano a vicenda, rende impossibile — sempre in una economia individualistica — il permanere di una differenza troppo sensibile fra il saggio dell'interesse sull'uno o sull'altro.

Se, per esempio, il tasso fosse più elevato pei mutui di consumo che pei mutui di produzione, una certa aliquota del potere d'acquisto disponibile sul secondo mercato passerebbe al primo perchè attirato dal maggior reddito. Donde un aumento dell'offerta su quest'ultimo ed una diminuzione sull'altro; aumento e diminuzione che porterebbero rispettivamente ad una riduzione del tasso sul mercato verso cui si è diretto lo spostamento, e ad un elevamento sull'altro da cui lo spostamento è

fruttiferi, ma questa riduzione aveva subito rallentato l'incremento degli investimenti. Perciò le successive disposizioni hanno riportati i saggi circa alle stesse altezze che avevano nel 1927 e nel 1932.

partito. Teoricamente il movimento cesserebbe, cioè si sarebbe ristabilito l'equilibrio, allorchè il saggio dell'interesse risultasse eguale sui due mercati.

Naturalmente, con un procedimento in senso inverso, un livellamento analogo avverrebbe nella ipotesi in cui il tasso fosse stato inizialmente più elevato pei mutui di produzione.

VII, — *Il rapporto indiretto fra l'altezza dei margini e quella del saggio dell'interesse nei mutui di consumo.*

Da ciò un'altra conseguenza.

Abbiamo osservato a suo tempo che l'altezza del margine influisce direttamente sull'altezza dell'interesse nei mutui di produzione, mentre di una stessa influenza diretta da parte sua non si può parlare a proposito dell'interesse nei mutui di consumo. Orbene, dopo quanto abbiamo visto, diventa tuttavia lecito affermare che l'altezza del margine finisce coll'agire — sia pure soltanto per via mediata — anche sull'altezza del tasso nei prestiti di consumo.

Invero se alla lunga i saggi sui due mercati non possono troppo differenziare fra loro, e se l'altezza del tasso pei mutui di produzione si ricollega all'altezza dei margini, tale rapporto si ripercuote anche sul saggio pei mutui di consumo. Resta così chiarito l'accento già fatto nel paragrafo XIII del precedente Capitolo: allorchè, dopo aver dimostrata l'inesistenza di una azione immediata da parte della curva dei margini sul saggio dell'interesse nei mutui di consumo, ammettevamo espressamente che fra i due fenomeni potesse invece esistere un rapporto mediato.

È lecito pertanto concludere che il livello dei margini tende a fissare i limiti superiori dell'altezza dell'interesse in modo diretto per i prestiti di produzione, ed in modo indiretto o derivato per quei prestiti di consumo ai quali corrisponda un vero e proprio mercato.

CAPITOLO XI.

LO STATO ED IL DEBITO PUBBLICO.

I. — *Lo Stato e la canalizzazione del risparmio nazionale*

Abbiamo accennato nei Capitoli precedenti al carattere politico dei mezzi che lo Stato può usare anche nel caso in cui debba ricorrere al credito. Vediamo ora più da vicino quali siano precisamente tali mezzi.

Cominciamo col considerare le condizioni riferentisi alle somme mutuande o già mutate.

Anzitutto lo Stato può servirsi delle leggi da lui stesso emanate, per convogliare nell'investimento di titoli del debito pubblico quella qualsiasi parte del risparmio nazionale che risponde ai suoi fini. In tal modo esso si pone in grado di procurarsi somme i cui limiti saranno dati soltanto dalla differenza fra l'ammontare complessivo del risparmio del paese e quella quota del medesimo che non può assolutamente venir sottratta ai bisogni della produzione.

Gli economisti liberali, abituati a credere che i Governi debbano servirsi soltanto di operazioni di prestito lanciate clamorosamente sui mercati ordinari, non hanno forse mai sospettato che un Governo può benissimo imporre alle Casse di Risparmio, agli Istituti di credito, alle Società industriali etc., di impiegare direttamente una quota determinata delle somme a loro disposizione (depositi, fondi di riserva, dividendi non distribuiti, etc.) in titoli del debito pubblico. In tal modo colla sua stessa legislazione e senza far rumore, lo Stato si mette in grado di attingere al risparmio nazionale fino dalle sue prime fonti e per tutta quella quota parte che ritiene opportuna.

Un altro mezzo per raggiungere lo stesso scopo è quello di cui un esempio è stato da noi esaminato — sotto altro profilo — nel Capitolo precedente, a proposito delle nostre Casse postali di risparmio. Lo Stato infatti, servendosi degli Istituti di credito che amministra direttamente, può pagare sui corrispondenti depositi, saggi di una tale altezza, da attrarre verso gli Istituti medesimi una quota maggiore del risparmio nazionale.

Qui la canalizzazione del risparmio avviene non per una imposizione preventiva, ma per un processo che da parte dei risparmiatori è dettato dal tornaconto personale, e che perciò è meno lontano, sotto questo aspetto, dai sistemi dell'economia liberale,

Esiste dunque fra i privati e lo Stato questa differenza iniziale: che i primi accendono prestiti nei limiti in cui li possono ottenere dagli altri, mentre lo Stato li può accendere per tutte quelle somme che sono determinate, direttamente o indirettamente, dalla sua stessa volontà.

II. — *Lo Stato e le scadenze del debito pubblico.*

V'ha di più.

Una delle condizioni che restringono la facoltà di indebitamento dei privati, anche se persone giuridiche, come ad esempio una società anonima, è il fatto che, essendo la loro vita limitata, essi possono contrarre prestiti soltanto nella misura corrispondente ai 5, 10, 20, 25 anni al massimo che i loro creditori accettano di prendere in considerazione, a causa appunto del loro carattere relativamente effimero.

Lo Stato invece ha poco da preoccuparsi delle scadenze. Costituendo una persona giuridica a carattere eminentemente continuativo, esso può ottenere per il pagamento delle somme mutate, scadenze ben più lontane di quelle consentite ai privati, e può anche in molti casi protrarre le scadenze già stabilite, o, addirittura, non fissare alcuna scadenza.

Nella prima ipotesi esso, o ripartirà fin dal principio gli oneri del debito fra due o tre generazioni, oppure — rispar-

miando la prima generazione eventualmente già troppo provata — li concentrerà sulle successive.

Passando al secondo caso, lo Stato che ha contratto un debito redimibile a scadenza di trenta anni, può trasformarlo, alla fine del trentennio — pur concedendo qualche lustra di beneficio ai creditori — in un altro valevole, poniamo, per altri trenta anni. Così egli riuscirà a far durare 60 anni un debito che inizialmente avrebbe dovuto venire estinto alla fine del primo trentennio.

Analogamente lo Stato, se abbia per particolari esigenze debiti a data non soltanto fissa, ma breve, sarà in grado di trasformarli in altri a data molto più lunga. Ad esempio, i buoni del Tesoro con scadenza di 1, 2, 3 anni etc., possono facilmente venire sostituiti in tutto od in parte da buoni a scadenze più remote, o da titoli di debito redimibile.

In tal modo lo Stato esercita un altro diritto precluso al debitore privato: quello di rinviare le eventuali scadenze a proprio beneplacito.

III. — *Il debito pubblico consolidato.*

Ma il caso più straordinario, ed apparentemente più fantasmagorico è, fra quelli già elencati, il terzo. Mentre nessun privato penserebbe di poter ottenere un prestito senza fissarne la scadenza, lo Stato, appunto perchè tale, è in grado di farlo. Esso invero tra le forme dei suoi debiti ha quella del consolidato, la cui caratteristica — come dice la stessa parola — è appunto di non portare alcuna data di estinzione. Così ad esempio, al 30 giugno 1933, lo Stato italiano, sopra un debito pubblico principale di 88 miliardi in cifra tonda, aveva 17 miliardi di redimibile, e ben 71 miliardi di consolidato (1).

(1) In seguito le proporzioni si sono capovolte, perchè lo Stato, con una operazione di grande stile, ha trasformato il consolidato 5% in debito convertibile al 3,50%. Ma in tesi generale non è mai da escludersi che qualsiasi Governo non possa rifare l'inverso: e cioè, cambiare di nuovo il convertibile in consolidato. Basta a tale scopo che esso — eventualità assai probabile, per non dire certa — non abbia i mezzi per rimborsare il debito alla nuova scadenza.

Quale è il motivo per cui la data di estinzione cessa di avere importanza per i debiti dello Stato?

Il motivo è che i titoli dello Stato sono così accreditati presso il grosso pubblico, che ogni loro portatore è sempre sicuro di poterli vendere subito ad altri. La condizione della scadenza conserva un significato finchè si tema di non poter sempre girare ad altri il proprio credito, e si debba quindi ottenere dal debitore la precisazione del momento in cui rientrare al più tardi nel possesso della somma prestatagli. Ma se questo momento è sempre attuale perchè è sempre possibile realizzare ad ogni istante l'ammontare del credito, ecco che allora il creditore si crea egli stesso il momento della scadenza, alienando quando vuole il suo titolo.

Insomma, come nessuno pensa di chiedere ad una Banca centrale la data di rimborso dei suoi biglietti convertibili, così nessun creditore dello Stato sente il bisogno di chiedere a un tale debitore la scadenza del debito. La ragione è la stessa: è che, in condizioni normali, se il biglietto presenta la massima liquidità, il titolo di Stato presenta una liquidità molto simile. E quando la liquidità di un titolo di credito è così forte, la scadenza non è più il fatto del debitore che si impegna a restituire la somma solo ad una certa data, ma il fatto del creditore che può realizzare il titolo ad ogni momento.

Resta così spiegata la ragion d'essere del consolidato, e cioè di quella forma apparentemente paradossale del debito pubblico, che non porta alcuna scadenza.

IV. — *Gli interessi dei debiti come unico onere per lo Stato.*

Sorge così una nuova e grande differenza fra i privati e lo Stato: differenza alla quale avevamo già accennato, ma che solo ora può comprendersi appieno.

Appunto perchè i privati non possono prescindere dal fatto della scadenza della sorte, essi ed i loro mutanti debbono anzitutto preoccuparsi della capienza patrimoniale che è necessaria per garantirla. I privati quindi non sono in grado di contrarre debiti, se non limitatamente ad una parte del loro patrimonio:

patrimonio che, anche nei casi più straordinari, è sempre contenuto entro certe cifre.

Lo Stato invece, una volta che è liberato, o che può ad ogni momento liberarsi, dalla preoccupazione delle scadenze, non ha più altro peso che quello degli interessi. Esso quindi, purchè abbia le entrate sufficienti per far fronte ai relativi interessi, può contrarre debiti per somme capitali enormi. Qualunque cifra è ammissibile, purchè esista una sola condizione: la possibilità di pagare gli interessi corrispondenti. Ciò spiega in parte, come mai esistano Stati con una popolazione ed un territorio relativamente modesti, e che tuttavia hanno un debito complessivo che tocca i 40, i 60 miliardi, così via.

Infine lo Stato dispone di un altro mezzo che gli permette di preoccuparsi sempre meno del peso del debito pubblico, e che gli consente quindi una libertà d'azione non concepibile neppure per il più audace dei debitori privati.

Esso può ridurre l'ammontare del suo debito capitale e dei rispettivi interessi, col mezzo provvidenziale della svalutazione (1).

Data l'inseparabilità monetaria delle due grandezze, interessi e capitale, la svalutazione colpisce naturalmente così questo, come quelli. Tuttavia, poichè — e già lo abbiamo avvertito — ciò che in pratica preoccupa lo Stato non è il debito capitale — il cui rimborso può rimandarsi all'infinito — ma sono gli interessi il cui pagamento grava sul bilancio di ogni anno, il movente immediato della svalutazione si riferisce a questi ultimi, non già al primo. Ma di ciò fra poco.

(1) Lo Stato può anche annullare più apertamente tutti i suoi debiti. Basta a tale scopo una rivoluzione; lo Stato sorto da quest'ultima non riconoscerà più il debito creato dai governanti di prima. Di tale mezzo eroico non ci occupiamo nel testo, perchè è nostra intenzione trattare di quelle sole misure statali che presentano un carattere ordinario. Si danno del resto casi in cui non è necessaria una rivoluzione perchè gli Stati non paghino i propri debiti. Per esempio la massima parte dei Governi dell'antica Intesa non hanno mai finito di rimborsare il capitale e di pagare gli interessi, per i prestiti che, o direttamente o a mezzo dell'Inghilterra, avevano contratto cogli Stati Uniti durante la guerra del 1914-18. È però anche vero che in tali condizioni lo Stato fa uso di un diritto... di astensione, di cui pure i privati si servono largamente. C'è però sempre anche qui una differenza. Il privato che non paga i suoi debiti fallisce, non appena la sua attività rientri sotto il Codice di Commercio. Lo Stato invece non fallisce mai; lascia tutto al più che falliscano i suoi creditori.

V. — *Le influenze politiche dei creditori dello Stato.*

Passando dal problema del valore capitale al problema degli interessi, e prima di parlare dei loro rapporti coll'accennata svalutazione, occorre premettere in generale che, come per il debito capitale, così anche per gli interessi corrispondenti stipulati dallo Stato, veniamo a trovarci di fronte a criteri ed a sistemi, la cui natura squisitamente politica elimina ogni possibilità di confronto colla situazione e colla attività dei mutuatari privati.

Quando lo Stato ha bisogno di attirare il risparmio in forme contrattuali, può offrire ai sottoscrittori dei suoi titoli interessi ed in generale condizioni più favorevoli di quelle che sarebbero tollerabili da molti privati. Chi paga gli interessi, i premi estratti etc., non sono gli amministratori dello Stato, ma i contribuenti. Un inasprimento di poche imposte dirette, o, meglio ancora, di qualche imposta sui consumi, può offrire allo Stato da un anno all'altro, varie centinaia di nuovi milioni. Allorchè si dispone di risorse così facili, si può ben largheggiare, se necessario, coi sottoscrittori dei titoli di rendita pubblica.

Anzi, i creditori dello Stato, quando abbracciano larghi strati delle classi medie e ricche, quando sono in grado di farsi valere presso i poteri legislativi a mezzo dei loro rappresentanti politici, possono addirittura imporre essi stessi allo Stato determinate condizioni. Così in Francia, negli ultimi anni anteriori al settembre 1939, i portatori dei titoli di rendita, non solo per motivi di prestigio nazionale, ma anche per non veder diminuita la capacità di acquisto delle somme prestate allo Stato e dei relativi interessi, si sono associati a coloro che si opponevano in tutti i modi alla svalutazione del franco. La loro corta veduta ha impedito loro di comprendere che una svalutazione operata a tempo, avrebbe cagionato loro minori perdite di quelle che di fatto hanno dovuto subire in seguito, quando le leggi della necessità hanno tardivamente superato le loro resistenze. Il bisogno di danaro da parte dello Stato e l'influenza politica dei suoi creditori, hanno condotto in Francia a questo estremo:

che, sempre prima del settembre 1939, alcuni prestiti pubblici sono stati emessi con premi di ammortamento altissimi, ed altri non si sono potuti collocare se non colla condizione che gli interessi sarebbero stato pagati con garanzia di cambio (1). Il che, al valore effettivo del franco di allora e colle inevitabili svalutazioni previste per un prossimo futuro, costituiva un enorme privilegio ai danni delle finanze dello Stato, cioè in ultima analisi, dei contribuenti (2).

VI. — *La svalutazione come mezzo per alleggerire l'onere degli interessi del debito pubblico. — Gli esempi della Francia e della Germania.*

Tuttavia — ed eccoci ricondotti all'argomento rimasto poco fa in sospeso — malgrado le pretese dei sottoscrittori e la relativa facilità di contentarle, può sempre venire un momento in cui l'onere degli interessi comprenda una aliquota così forte delle entrate pubbliche complessive, per cui lo Stato non possa trovare una capienza alle altre spese pubbliche, se non diminuendo l'onere predetto a mezzo di una svalutazione.

Nel Capitolo II della sua « Riforma monetaria » il Keynes così commentava la situazione del bilancio francese nel 1922-23, cioè in un momento in cui essa era di gran lunga migliore di quanto non sia divenuta in seguito: « ... Alla fine del 1922, il debito interno della Francia, senza tenere alcun conto de' suoi

(1) Sul significato della garanzia di cambio si confronti il Capitolo VIII.

(2) Non c'è contraddizione fra questo biasimo e l'approvazione della clausola oro che implicitamente risulta dalle considerazioni svolte nel Capitolo VIII. Finchè si tratta di privati, la clausola oro impedisce un guadagno od una perdita eccessivi dell'una o dell'altra parte, attraverso una liquidazione che resta nell'ambito dei due contraenti. Invece nei rapporti fra creditori privati e Stato debitore, i primi non possono ottenere il trattamento della clausola oro, o quello analogo della garanzia di cambio, se non a mezzo di un aumento delle imposte su tutti i contribuenti. Dove va allora il civismo ed il patriottismo, di cui sono così piene le bocche di tanti portatori di rendita pubblica? Inoltre, adottando la clausola oro, oppure la garanzia di cambio, i semplici privati si limitano a dimostrare implicitamente i loro dubbi sulla solidità della moneta nazionale. Ma quando la stessa condizione, in una forma o nell'altra, è accettata dallo Stato, quest'ultimo viene per ciò solo a rinnegare praticamente la sua stessa moneta: il che è ben più grave.

debiti esteri, superava i 250 miliardi di franchi. Ulteriori debiti previsti in bilancio... possono portare questo totale verso i 300 miliardi alla fine del 1923. Il servizio di questi debiti assorbirà circa 18 miliardi all'anno, mentre il complesso delle entrate normali nel bilancio provvisorio per il 1923, è calcolato in cifra tonda intorno a 23 miliardi... Valutando ad almeno 12 miliardi all'anno le altre spese, ed anche nella ipotesi improbabile che le ulteriori spese del bilancio straordinario dopo il 1923 vengano pagate dalla Germania, il gettito delle imposte deve essere aumentato permanentemente del 30 per cento per ottenere il pareggio... In queste circostanze sarà difficile, se non impossibile, fare a meno dell'insidioso aiuto di un ulteriore deprezzamento ».

Le previsioni del Keynes si sono ampiamente verificate. Dal 1923 al settembre 1939 lo Stato francese ha operato una serie di svalutazioni, ciascuna delle quali doveva essere l'ultima. In realtà il debito pubblico e l'onere dei relativi interessi continuavano a crescere in tale misura, da annullare di volta in volta i momentanei sgravii consentiti da ogni successiva svalutazione.

Parlando poi, oltre che della Francia, degli altri paesi che presero parte alla guerra 1914-18, il Keynes, nella stessa opera e nello stesso Capitolo osserva: « Nei paesi europei già belligeranti l'espedito della svalutazione è stato ormai adottato su tale scala, da ridurre il vero onere del debito pubblico in una proporzione che varia dal 50 al 100 per 100. In Germania il debito nazionale è stato con questo mezzo sostanzialmente annullato ed i portatori dei relativi titoli hanno perduto tutto ».

Riassumendo, la domanda di mutui da parte dello Stato — il quale, a parte anche i prestiti di produzione, è senza dubbio il massimo richiedente di prestiti di consumo — rappresenta una domanda a carattere politico con prezzi politici. I mezzi che può adottare lo Stato, in rapporto alla contrattazione ed al pagamento sia della sorte sia degli interessi, offrono così caratteri specialissimi, che nulla hanno a che vedere colle possibilità e coi fini dei privati, e tanto più con quelli degli imprenditori, obbligati ad ispirarsi a criteri essenzialmente economici.

VII. — *Le cifre del debito pubblico in alcuni dei principali paesi.*

L'imponenza dei debiti pubblici risolta già da alcune cifre che per certi paesi abbiamo incidentalmente ricordate nei paragrafi anteriori. Ma non sarà inutile passare ora deliberatamente ad un esame più ampio.

Secondo il « Memorandum sulle finanze pubbliche » edito a Ginevra nel 1922 per cura della « Società delle Nazioni », il debito pubblico interno ed esterno sarebbe cresciuto fra il 1913-14 ed il 1921: in Belgio, da oltre 4 miliardi e mezzo di franchi, a più che 34 miliardi; in Francia, da 33 miliardi e mezzo di franchi, a più di 308; in Italia da oltre 15 miliardi di lire a circa 106 miliardi e mezzo; negli Stati Uniti, da 706 milioni di dollari ad oltre 7 miliardi e mezzo, etc. Come tutti sanno, questi enormi aumenti sono dovuti alla guerra del 1914-18.

Naturalmente l'incremento del debito interno (1) è stato fortissimo anche per i paesi vinti, i quali hanno dovuto inoltre sopportare per vari anni l'enorme peso delle riparazioni a favore delle nazioni vincitrici.

Dati più recenti sui debiti pubblici ci sono offerti dal Woytinsky nell'annesso 26° al suo ottimo studio: « Le conseguenze sociali della crisi » (Ginevra, 1936). Le cifre vanno dal 1927 al 1934 e sono espresse nelle rispettive unità monetarie nazionali. Riporteremo quelli dei soli paesi il cui debito complessivo superi il miliardo nella corrispondente moneta:

DEBITI PUBBLICI

(nell'unità monetaria nazionale)

		1927	1934
Germania	{ interno	7.140.000.000	10.347.000.000
	/ esterno	932.000.000	2.060.000.000
Inghilterra	{ interno	6.551.000.000	6.994.000.000
	/ esterno	1.101.000.000	1.037.000.000

(1) Non parliamo in questo caso di debito esterno perchè alla Germania ed ai suoi alleati fu precluso sin dall'inizio del conflitto, e fino al suo termine, ogni credito all'estero. Invece le minori nazioni dell'Intesa attinsero largamente all'Inghilterra e questa agli Stati Uniti.

Francia	{	interno	290.354.000.000	
	{	esterno	178.000.000.000	
Italia	{	interno	83.675.000.000	102.000.000.000
	{	esterno	1.765.000.000	1.608.000.000
Belgio	{	interno	27.452.000.000	30.178.000.000
	{	esterno	28.740.000.000	26.714.000.000
Svezia		interno	1.813.000.000	2.349.000.000
Bulgaria	{	interno	4.885.000.000	7.255.000.000
	{	esterno	—	14.815.000.000
Stati Uniti		interno	18.510.000.000	27.053.000.000
Canada	{	interno	2.232.000.000	2.435.000.000
	{	esterno	494.000.000	706.000.000
Cecoslovacchia	{	interno	22.692.000.000	—
	{	esterno	5.083.000.000	—

VIII. — *Le cifre del debito pubblico in Italia*

Per l'Italia ci è facile presentare cifre più dettagliate. Le desumiamo dagli « Annuari statistici » a cura dell'Istituto Centrale di Statistica, e dall'« Economia Italiana nel sessennio 1931-36 », ottima pubblicazione della Banca d'Italia, altre volte citata.

Debito dello Stato Italiano al 30 giugno 1935

Debito Pubblico interno	L.	93.976.000.000 (1)
Debito pubblico estero (debito Morgan) . . »		1.559.000.000
Moneta in circolazione	»	2.150.000.000
Debiti diversi	»	3.381.000.000
Residui passivi eliminati dai bilanci . . »		81.000.000
Partite in corso di sistemazione . . . »		1.158.000.000
		<hr/>
L.		102.305.000.000

La cifra è ragguardevolissima, sebbene non completa. Per renderla più rispondente alla realtà, bisognerebbe tener conto anche dei debiti di tesoreria, costituiti fra l'altro dalle anticipazioni della Cassa depositi e prestiti e di altri Istituti, dai biglietti di Stato e dai buoni ordinari del Tesoro (da non confondersi con quelli poliennali). Alla stessa data del 30 giugno 1935 tali debiti ammontavano a 16.812.000.000, contro 2.855.000.000 di

(1) Sempre al 30 giugno 1935 la cifra globale del debito interno era composta principalmente dalle seguenti voci in cifra tonda: 8 miliardi di consolidato 3,50% (1906); 61 miliardi di prestiti redimibili 3,50% (1934), in sostituzione dei precedenti 61 miliardi di consolidato 5% e di Prestito razionale del Littorio; e 18 miliardi di Buoni poliennali del Tesoro.

crediti della stessa origine: determinando così un passivo netto di 13.957.000.000. Addizionando quest'ultima cifra a quella di cui sopra, il debito dello Stato italiano al 30 giugno 1935 avrebbe dunque superato i 116 miliardi (1). Non vanno poi dimenticati gli impegni dei Comuni e delle Provincie. Al 1° gennaio 1935 il debito complessivo dei Comuni era di L. 12.562.255.000, e quello delle Provincie di L. 1.917.042.000. In tutto gli Enti pubblici minori presentavano alla stessa data un debito in L. 14.479.237.000. Sommando tale cifra a quella esposta poco più sopra per lo Stato, si ha dunque che il debito pubblico complessivo nel 1935 superava in cifra tonda i 130 miliardi (2).

Naturalmente al peso del debito in capitale, fa riscontro il peso degli interessi relativi. Dalla tavola a pag. 271 della solita pubblicazione, risulta che per gli interessi dei suoi debiti lo Stato spendeva le seguenti somme:

<i>Accertamento</i>	<i>Milioni di Lire</i>
1929-30	4.514
1930-31	4.603
1931-32	4.781
1932-33	5.193
1933-34	4.609
1934-35	4.469

L'ultima cifra del quadro è quella che corrisponde al debito capitale dello Stato in 116 miliardi al 30 giugno 1935.

Poichè le spese effettive totali dello Stato ammontavano, secondo l'accertamento 1934-35, a 20.847 milioni, il carico per interessi nell'esercizio — carico che abbiamo visto risultare in 4.469 milioni in cifra assoluta — viene a rappresentare il 21,43 per cento di tutte le spese effettive.

Come poi il debito capitale è notevolmente aumentato dopo il 1935 a causa della guerra Etiopica e della situazione internazionale, così è cresciuto anche l'onere degli interessi. Secondo

(1) Vedasi la pubblicazione già citata della Banca d'Italia, Volume 1°, pagina 287-94. Dopo il 31 giugno 1935 il debito pubblico italiano ha subito un altro e forte aumento, specialmente a causa della guerra Etiopica e dell'incremento delle spese militari, dovuto alla situazione internazionale. Si noti che in tutte le cifre esposte non si è tenuto conto dei debiti contratti all'estero durante la guerra del 1914-18. Poichè si tratta di debiti di cui non si pagano neppure più gli interessi, i bilanci dello Stato hanno cessato di registrarli.

(2) « Compendio Statistico italiano 1939 », pag. 205-206.

il bilancio di previsione, tale onere avrebbe dovuto salire nell'esercizio 1937-38 a 6.137 milioni. Donde un incremento di 1.668 milioni rispetto al 1934-35.

IX. — Le proporzioni fra la massa dei debiti pubblici e quella dei debiti privati.

Sarebbe interessante stabilire quali rapporti di grandezza passino fra la massa del debito pubblico — concepita in prevalenza come debito di consumo — e la massa dei debiti privati di produzione.

Come abbiamo osservato nel Capitolo IX, paragrafo V, l'accertamento delle proporzioni in cui i prestiti totali privati si dividono fra prestiti di produzione e prestiti di consumo è troppo difficile. Per rispetto, invece, al rapporto che ora ci occupa, la ricerca può essere agevolata dal fatto che uno dei dati, la cifra del debito pubblico, è determinabile attraverso a documenti ufficiali. Naturalmente non si può pretendere all'esattezza neppure in questo campo. Per ottenere una rilevazione completa bisognerebbe considerare da un lato l'intero debito pubblico esistente in un certo momento, e dall'altro la massa dei debiti privati di produzione creati durante lo stesso periodo. Ma se il primo dato è di dominio generale, il secondo richiederebbe la consultazione di documenti spesso incompleti e tanto più difficili a trovarsi, quanto più si volesse risalire negli anni.

Volendo fermarci a qualche cifra grossolanamente parziale, si possono considerare le operazioni dei principali Istituti di credito di un dato paese durante gli anni più recenti. Una parte degli investimenti di tali Istituti si risolverà in prestiti a privati — prestiti di produzione — ed un'altra parte consisterà nell'acquisto di titoli industriali e di Stato. Il confronto fra le varie cifre ci darà notevoli elementi per la proporzione cercata.

Ci limiteremo all'Italia, desumendo le cifre dall'ottima pubblicazione già ricordata nel paragrafo anteriore: e più precisamente dal primo dei tre volumi che hanno per titolo: « L'Economia Italiana nel sessennio 1931-36 » e che sono stati editi dall'Istituto di emissione su materiali raccolti ed ordinati dal cor-

rispondente « Servizio studi economici e statistici », colla collaborazione dell'« Ufficio Studi » della Banca Commerciale Italiana e dei « Servizi di consulenza e di studi » del Credito Italiano.

Per cominciare dall'Istituto di emissione le cui cifre vengono date separatamente da quelle di tutte le altre Banche, ecco le cifre riassuntive sulle sue operazioni dal dicembre 1930 al dicembre 1936 (Loc. cit. pag. 124).

OPERAZIONI DELLA BANCA D'ITALIA

Anni	Portafoglio su piazze italiane	Anticipazioni	Pagamenti sianze comp.	Credito verso l'Istituto di liquidazioni	Totale delle previdenze comune	Titoli di Stato posseduti	Anticipazioni al Tesoro
(Milioni di Lire)							
dicembre 1930	3.946	1.662	202	626	6.436	1.162	—
» 1931	4.598	1.067	162	1.541	7.368	1.375	—
» 1932	5.250	1.290	140	1.888	8.568	1.366	—
» 1933	3.684	1.010	103	1.138	5.935	1.371	—
» 1934	4.005	2.450	157	1.091	7.703	1.385	—
» 1935	4.898	4.090	110	802	9.900	1.399	—
» 1936	1.267	1.599	21	4.708	7.595	1.533	3.000

Queste cifre tuttavia non rappresentano la vera e completa entità degli affari della Banca. Riferendosi all'ultimo giorno dell'anno, esse danno l'ammontare delle operazioni che erano ancora in essere a quel momento, ma non l'ammontare assai maggiore di quelle che, iniziate al 1 gennaio, hanno avuto la loro liquidazione nel corso dei dodici mesi.

Passando all'attività degli altri Istituti, occorre premettere che le cifre che stiamo per esporre si riferiscono alle sole aziende di credito che raccolgono depositi, eccezione fatta delle Casse postali di risparmio. Oltre a queste ultime restano così esclusi principalmente gli Istituti tanto di credito fondiario quanto di credito agrario, e gli Istituti speciali di finanziamento. Ecco dunque i dati sui principali tipi di operazioni, e sulle proprietà in titoli (Loc. cit. pag. 137):

OPERAZIONI DELLE AZIENDE DI CREDITO CON DEPOSITI

(Milioni di Lire)

<i>Anni</i>	<i>Portafoglio</i>	<i>Anticipazioni, ri- porti attivi, etc.</i>	<i>Mutui</i>	<i>Titoli di proprietà</i>
1930	24.666	10.370	5.873	13.416
1931	23.584	7.378	6.467	13.137
1932	23.220	7.246	6.511	14.612
1933	21.493	7.505	7.242	16.132
1934	20.383	7.109	6.616	17.123
1935	18.026	6.280	6.769	16.408
1936	18.552	6.740	7.223	17.296

In una nota a pagina 138 i compilatori aggiungono poi che il valore della partita: « Titoli di proprietà », è costituito per oltre tre quarti da titoli di Stato.

Ecco ora — ad esclusione dell'Istituto di ricostruzione industriale (I. R. I.) — i dati sui mutui e sulle sovvenzioni dei principali Istituti di finanziamento industriale, non compresi nella tabella di cui sopra (Loc. cit., pag. 153, 154, e 157).

OPERAZIONI DEGLI ISTITUTI DI FINANZIAMENTO INDUSTRIALE

(Milioni di Lire)

<i>Anni</i>	<i>Consorzio sovvenzioni su valori industriali</i>	<i>Istituto Mobiliare Italiano</i>	<i>Consorzio crediti opere pubbliche</i>	<i>Istituto cre- dito imprese pubblica utilità</i>	<i>Istituto credito navale</i>
1930	—	—	1.575	868	387
1931	1.216	—	1.905	954	384
1932	1.152	558	2.394	1.384	366
1933	1.895	204	4.947	1.345	536
1934	1.756	128	5.064	1.263	493
1935	1.282	37	4.979	1.123	450
1936	2.010	170	4.960	1.068	407

Mancano nella pubblicazione notizie altrettanto dettagliate sull'Istituto di ricostruzione industriale. Vi si legge soltanto che la sua Sezione finanziamenti — trasformata nel 1936 — aveva nei suoi tre primi anni di vita accolte domande per il valore di 1.209 milioni. Il resto dell'attività dell'I. R. I. consiste negli smobilizzi, i quali, per la loro stessa definizione, escludono l'esistenza di nuovi mutui e sovvenzioni, implicando soltanto una migliore regolarizzazione di mutui e sovvenzioni precedenti (Loc. cit. pag. 154).

Ecco infine i dati sulle Casse postali di Risparmio (Loc. cit. pag. 160); dati che abbiamo già esposti nel Capitolo prece-

dente, ma che ripetiamo per comodità del lettore:

<i>Anni</i>	<i>Totale dei depositi</i>	<i>Quota dei depositi totali investiti in buoni fruttiferi</i>
	(Milioni di Lire)	
1930	13.032	4.308
1931	14.675	6.023
1932	17.016	8.449
1933	19.402	10.802
1934	20.426	11.791
1935	19.958	11.622
1936	22.314	13.835

Come abbiamo ricordato nel Capitolo anteriore, i depositi delle Casse postali di risparmio sono amministrati dalla Cassa Depositi e Prestiti. Questa da anni non pubblica più le proprie situazioni. È tuttavia notorio che la Cassa predetta devolve la massima parte di tali depositi in acquisto di titoli dello Stato, in anticipazioni al Tesoro, ed in prestiti ai Comuni ed alle Province. Si può calcolare *grosso modo* che un 3/5 dei depositi complessivi delle Casse di risparmio vadano così a finanziare lo Stato.

Ricapitoliamo ora le cifre che abbiamo raccolte, e cerchiamo di stabilire quali somme siano andate in mutui di produzione ai privati, e quali in mutui allo Stato durante l'ultimo degli anni di cui possediamo i dati, e cioè il 1936. Naturalmente, dovendosi considerare le sole operazioni di quell'anno determinato, bisognerebbe basarsi non sulle cifre totali che alla fine del 1936 si ricavano, cumulando le attività degli anni precedenti con quelle aggiuntive dello stesso 1936, ma sulle cifre ben minori che si ottengono considerando i soli incrementi dovuti al 1936, vale a dire sottraendo dai totali al 31 dicembre 1936 i totali al 31 dicembre 1935. Purtroppo però questa norma non è sempre applicabile, dato che per i principali Istituti di finanziamento abbiamo soltanto le cifre dei mutui complessivi in essere: e cioè dei mutui che alla fine del 1936 esistevano ancora, anche se iniziati in anni anteriori; mentre per i titoli presso le Banche centrali non possediamo che le cifre totali, costituite evidentemente dalla somma degli acquisti degli anni anteriori con quelli eseguiti nel corso del 1936. Gli errori che ne risultano potranno però, entro

certi limiti, compensarsi, in quanto il primo dei due inconvenienti porterà ad una esagerazione nei prestiti fatti ai privati, ed il secondo ad una esagerazione negli impegni a favore dello Stato. Questo parziale compenso farà sì che, mentre le cifre assolute si conserveranno molto superiori al vero, le cifre proporzionali risulteranno meno lontane dalla realtà.

Ecco dunque le conclusioni grossolanamente approssimative alle quali si può pervenire, più che altro a titolo di primitivo orientamento:

PRESTITI NEL 1936

(Milioni di Lire)

	<i>Prestiti di produzione ai privati</i>	<i>Prestiti allo Stato</i>
Banca d'Italia (1)	7.595	4.533
Aziende di credito con depositi (2) . . .	32.485	12.972
Istituto Ricostruzione Industriale . . .	1.209	—
Istituti di finanziamento industriale (3) .	8.615	—
Casse postali di risparmio (a mezzo della Cassa Depositi e Prestiti) (4) . . .	—	1.413
TOTALI	49.904	18.918

Il complesso dei finanziamenti nel 1936 ammonterebbe così a 68.822 milioni di lire: di cui il 72,52% andrebbe a favore degli imprenditori privati (mutui di produzione) ed il 27,48% a favore dello Stato (mutui in gran parte di consumo, nel senso speciale da noi dato a questa espressione).

Si può osservare che il 1936, coincidendo colla guerra contro l'Abissinia, rappresenta un anno di particolari bisogni per lo Stato. Tuttavia, anche togliendo le anticipazioni in 3 miliardi che nell'anno stesso la Banca d'Italia ha fatto al Tesoro, i prestiti

(1) Per la Banca d'Italia, l'ammontare dei prestiti ai privati è dato dall'ultima cifra della 5ª colonna nel quadro relativo, e l'ammontare dei prestiti allo Stato dall'ultima cifra della 6ª e della 7ª colonna.

(2) Per le aziende di credito con depositi, l'ammontare dei prestiti ai privati è dato dalla somma dell'ultima cifra di ciascuna delle tre prime colonne del relativo quadro, e l'ammontare degli investimenti a favore dello Stato, dai tre quarti dell'ultima cifra dell'ultima colonna, nello stesso quadro.

(3) Per gli Istituti di finanziamento industriale, la cui funzione riguarda i soli privati, la cifra risulta dalla somma dell'ultima cifra delle 5 colonne nel quadro corrispondente.

(4) Per le Casse postali di risparmio la cifra è ottenuta, sottraendo rispettivamente il totale dei depositi nel 1936 dal totale nel 1935 (allo scopo di ricavare gli incrementi propri al 1936), e riducendo poi il risultato ai 3/5.

allo Stato si manterrebbero sempre nella cifra elevata di quasi 16 miliardi.

Più in generale si può dire che il rapporto di grandezza fra la massa dei prestiti di produzione ai privati e la massa dei prestiti allo Stato, varierà coi tempi. Negli anni di pace e di benessere aumenterà la quota percentuale dei primi e diminuirà quella dei secondi. Invece negli anni di febbrili armamenti o di guerre, oppure quando — per meglio attrezzare la nazione in mezzi di comunicazione (strade, ferrovie, porti), in terreni bonificati etc., oppure per fronteggiare una grave e generale crisi economica — il Governo praticherà la politica dei grandi lavori pubblici, la quota assorbita dallo Stato si eleverà a danno dell'altra.

I N D I C E

<i>Prefazione</i>	Pag. VII
-----------------------------	----------

CAPITOLO I. — I RAPPORTI FRA L'ALTEZZA DEL SAGGIO DELL' INTERESSE E LA QUANTITÀ DEL RISPARMIO.

I. - Il risparmio e la previdenza	» 1
II. - La quantità del risparmio e l'inesistente stimolo su di essa da parte delle varie altezze del saggio dell'interesse	» 2
III. - Il risparmio come funzione della ricchezza	» 3
IV. - L'aumento della ricchezza e l'aumento del risparmio	» 7
V. - Le correlazioni fra la quantità del risparmio e la concentrazione della ricchezza	» 8
VI. - Le correlazioni fra il risparmio delle imprese e l'andamento degli affari	» 9
VII. - Le variazioni del risparmio collettivo ed il loro rapporto inverso colle variazioni nell'altezza dell'interesse	» 10
VIII. - Le opinioni del Keynes sul rapporto fra le variazioni dell'altezza dell'interesse, degli investimenti e del risparmio collettivo	» 12
IX. - I rapporti fra le variazioni dell'interesse, ed il reddito ed il risparmio dei singoli	» 14

CAPITOLO II. — I RAPPORTI FRA L'ALTEZZA DEL SAGGIO DELL'INTERESSE ED IL LIVELLO DEI PREZZI DELLE MERCI.

I. - I pagamenti nel sistema del credito	Pag. 17
II. - Il processo dello sconto	» 18
III. - L'altezza del saggio dello sconto ed il livello dei prezzi	» 18

IV. - L'importanza dell'azione dello sconto sui prezzi, in ragione dell'altezza del primo e della durata dell'impegno	Pag. 19
V. - Lo sconto ed il valore attuale delle annualità	» 20
VI. - Le teorie del Wicksell sui rapporti fra il saggio dello sconto ed il livello generale dei prezzi	» 21
VII. - L'azione del saggio dello sconto sui prezzi, ed i suoi effetti cumulativi:	
a) <i>Gli effetti cumulativi del ribasso dello sconto</i>	» 23
b) <i>Gli effetti cumulativi del rialzo dello sconto</i>	» 25
VIII. - Le concezioni del Wicksell intorno alla mancanza di limiti nell'azione dello sconto sui prezzi	» 26
IX. - Le concezioni del Wicksell e l'esistenza di un saggio normale dello sconto	» 27
X. - Le concezioni del Wicksell ed i limiti della loro verità	» 28

CAPITOLO III. — LA TEORIA DEL WICKSELL SULL'INTERESSE DI EQUILIBRIO.

I. - I diversi tipi dell'interesse di equilibrio	Pag. 29
II. - L'interesse di equilibrio secondo il Wicksell e secondo il Keynes	» 30
III. - La concezione generale del Wicksell	» 30
IV. - Il saggio « naturale » ed il saggio « contrattuale » dell'interesse, secondo il Wicksell	» 31
V. - I saggi dell'interesse, la stabilità e l'instabilità dei prezzi, e la produttività marginale del capitale reale secondo il Wicksell	» 32
VI. - L'evoluzione del pensiero del Wicksell secondo l'Ohlin	» 33
VII. - Il saggio « originale » ed il saggio « contrattuale » dell'interesse	» 34
VIII. - L'interesse « naturale » e l'impossibilità di una sua forma non monetaria	» 35
IX. - La teoria della produttività marginale ed i fenomeni della produzione e della distribuzione	» 37
X. - I divari fra il grado di produttività del capitale e del lavoro e la misura dei rispettivi compensi	» 38
XI. - Capitale e lavoro; proprietari e salariati	» 39
XII. - I fenomeni della produzione e della distribuzione nel pensiero dello Stuart-Mill	» 40
XIII. - Il contributo complementare ed inseparabile del capitale e del lavoro ai fini della produzione	» 42

XIV. - Utilità decrescente e produttività decrescente; utilità marginale e produttività marginale . . .	Pag. 43
XV. - La teoria della produttività « marginale » ed il suo meccanismo	» 44
XVI. - La legge della produttività decrescente e la legge delle proporzioni definite	» 46
XVII. - La teoria della produttività decrescente e l'impossibilità di discriminare il prodotto del capitale ed il prodotto del lavoro	» 47
XVIII. - La parte vera della teoria del Wicksell sull'interesse di equilibrio	» 49

CAPITOLO IV. — LE TEORIE DEL KEYNES SULL'INTERESSE DI EQUILIBRIO.

I. - Le prime teorie del Keynes e la stabilità del livello generale dei prezzi	Pag. 51
II. - Le antiche equazioni del Keynes	» 52
III. - Le recenti dottrine del Keynes sul massimo dell'occupazione	» 52
IV. - Le recenti correzioni del Keynes alle sue antiche premesse	» 53
V. - Il saggio d'equilibrio dell'interesse nelle prime teorie del Keynes	» 55
VI. - Le prime teorie del Keynes ed i loro asseriti rapporti colle idee del Wicksell	» 56
VII. - Le nuove concezioni del Keynes sull'interesse	» 57
VIII. - Il saggio d'equilibrio dell'interesse nelle nuove concezioni del Keynes	» 57
IX. - Il problema della liquidità del risparmio e la sua irrilevanza pratica	» 59
X. - La ripartizione del risparmio tra forme più o meno liquide, e la sua indipendenza dal saggio dell'interesse	» 61
XI. - La reale influenza del saggio dell'interesse sulle varie forme dell'investimento	» 62
XII. - I reali rapporti fra l'altezza del saggio dell'interesse ed il volume degli investimenti	» 62
XIII. - Le recenti teorie del Keynes come estrema giustificazione funzionale dell'interesse	» 64
XIV. - Il saggio zero dell'interesse, come saggio « ottimo » agli effetti dell'investimento	» 64

CAPITOLO V. — LO SCONTO E LE TEORIE DELL'INTERESSE.

I. - La definizione dello sconto	Pag. 67
II. - La tentata spiegazione dell'interesse a mezzo dello sconto	» 68
III. - Interessi posticipati ed interessi anticipati	» 69
IV. - Lo sconto ed i reali caratteri del prestito e dell'interesse	» 70
V. - I rapporti fra lo sconto e l'interesse	» 71

CAPITOLO VI. — IL SAGGIO DELLO SCONTO.

I. - I due principali mezzi a disposizione delle Banche centrali per agire sulle condizioni e sul volume del credito	Pag. 73
II. - Le variazioni del saggio dello sconto e le variazioni della domanda di potere d'acquisto	» 74
III. - La domanda di potere d'acquisto e la domanda di capitali per rapporto alle grandi Banche	» 76
IV. - Le variazioni del saggio dello sconto e le variazioni nel volume degli investimenti	» 77
V. - Le variazioni nel volume degli investimenti e le teorie del Keynes	» 78
VI. - Le variazioni nel volume del credito e le variazioni nella quantità della moneta utilizzata	» 79
VII. - Le varie speci di moneta	» 79
VIII. - L'azione delle Banche centrali sulla quantità delle varie speci di moneta	» 81
IX. - L'azione delle Banche centrali sulla quantità della moneta Statale, in regime regolato ed in regime di corso forzoso	» 83
X. - Le variazioni del saggio dello sconto e le variazioni nel livello generale dei prezzi	» 85
XI. - L'azione delle Banche centrali sul livello generale dei prezzi, nel campo nazionale ed in quello internazionale	» 86
XII. - Il rialzo dello sconto come freno alla importazione di merci	» 87
XIII. - Il rialzo dello sconto come stimolo all'importazione di capitali monetari	» 88
XIV. - Le variazioni nel saggio dello sconto e le variazioni nei cambi	» 89

XV. - Le variazioni dei cambi e l'azione delle Banche centrali nelle economie controllate . . .	Pag. 90
XVI. - L'azione delle Banche centrali nel commercio internazionale ed il grado di sanità della circolazione . . .	» 92
XVII. - Le varie concezioni sulla politica dello sconto . . .	» 93
XVIII. - I pessimisti e gli ottimisti in rapporto all'efficacia della politica dello sconto . . .	» 95
XIX. - La politica dello sconto e lo stato della circolazione . . .	» 96
XX. - La politica dello sconto e le condizioni della circolazione in alcuni fra i principali paesi dopo la guerra del 1914-18 . . .	» 97
XXI. - La politica dello sconto e le grandi crisi economiche . . .	» 99
XXII. - La politica dello sconto nelle opposte fasi del ciclo economico . . .	» 101
XXIII. - L'origine e lo sviluppo della politica dello sconto in Inghilterra . . .	» 103
XXIV. - Il rialzo dello sconto in Inghilterra durante alcune delle principali crisi . . .	» 104
XXV. - Le maggiori altezze del saggio dello sconto in Inghilterra a partire dal 1870, e la loro durata . . .	» 105
XXVI. - I rialzi del saggio dello sconto negli Stati Uniti ed in Germania . . .	» 106

CAPITOLO VII. — LE DIVERSE ALTEZZE DELL'INTERESSE ED I TRASFERIMENTI DEI CAPITALI MONETARI NEL MERCATO INTERNAZIONALE.

I. - I mercati nazionali ed il mercato internazionale dei capitali . . .	Pag. 109
II. - Il mercato dei capitali a lungo ed a breve termine . . .	» 110
III. - Il mercato internazionale dei capitali monetari ed il livellamento dei saggi nazionali dell'interesse, secondo la concezione liberista dell'equilibrio . . .	» 112
IV. - I trasferimenti internazionali dei capitali monetari nella realtà statistica . . .	» 113
V. - Le differenze permanenti dei saggi dell'interesse sui mercati di Londra e di Nuova-York . . .	» 114
VI. - Le differenze permanenti dei saggi dell'interesse sui mercati di Berlino, Tokio, Londra e Nuova-York . . .	» 117

VII. - I trasferimenti internazionali di capitali come causa di una minore differenza nei saggi nazionali dell'interesse	Pag. 120
VIII. - Le differenze stabili nei saggi nazionali dei profitti, come una fra le cause delle differenze permanenti nei saggi nazionali dell'interesse	» 121
IX. - L'insufficienza dei capitali trasferibili e l'unilateralità della loro distribuzione, come una fra le cause delle differenze permanenti nei saggi nazionali dell'interesse	» 123
X. - Il diverso grado di intercomunicazione fra i vari mercati nazionali, come una fra le cause delle differenze permanenti nei saggi nazionali dell'interesse	» 124
XI. - Le diverse situazioni monetarie nei vari paesi, come una fra le cause delle differenze permanenti nei saggi nazionali dell'interesse	» 125
XII. - I trasferimenti internazionali dei capitali monetari, in vista, non dell'altezza nel saggio dell'interesse, ma della sicurezza del loro valore	» 126
XIII. - L'insufficienza degli accordi fra le Banche centrali di vari paesi	» 128

CAPITOLO VIII. — L'INTERESSE MONETARIO E L'INTERESSE REALE.

I. - L'interesse in moneta, e l'interesse in beni	Pag. 131
II. - L'interesse monetario ed il potere d'acquisto della moneta	» 132
III. - L'interesse reale ed i numeri indici	» 134
IV. - La riduzione del potere d'acquisto della moneta ed i suoi effetti sulla sorte e sull'interesse già pattuiti	» 135
V. - L'aumento del potere d'acquisto della moneta ed i suoi effetti sulla sorte e sull'interesse già pattuiti	» 137
VI. - I mutuantî ed i mutuatari di fronte alla previsione di una riduzione nel potere d'acquisto della moneta	» 138
VII. - La clausola oro e la sua azione sulla sorte e sull'interesse iniziali	» 139
VIII. - Il giuoco delle previsioni nella impossibilità di applicare la clausola oro	» 141

IX. I mutuanti ed i mutuatari di fronte alla previsione di un aumento nel potere d'acquisto della moneta	Pag. 142
X. - La clausola oro e le sue imperfezioni	» 143
XI. - La clausola oro come mezzo automatico per eliminare i rischi connessi colle variazioni del potere d'acquisto della moneta	» 144
XII. - Le modificazioni della cifra assoluta e della cifra percentuale dell'interesse, in seguito ad alterazioni nel potere d'acquisto della moneta, ed in mancanza di provvedimenti per la sorte	» 146
XIII. - Le modificazioni della cifra assoluta ma non della cifra percentuale dell'interesse, in seguito ad alterazioni nel potere d'acquisto della moneta, ed nel caso di provvedimenti per la sorte	» 148
XIV. - Un errore del Fisher	» 149
XV. - La probabile spiegazione dell'errore del Fisher	» 150
XVI. - La definizione e la funzione dell'interesse secondo la scienza economica, e gli accorgimenti degli uomini d'affari	» 152
XVII. - Le variazioni del saggio dell'interesse e quelle dei numeri indici a Londra, a Nuova-York, a Berlino ed a Tokio	» 153
XVIII. - La svalutazione ed i saggi dell'interesse in Germania negli anni 1923-24	» 154

CAPITOLO IX. — I PRESTITI DI PRODUZIONE ED I PRESTITI DI CONSUMO.

I. - I prestiti cosiddetti produttivi ed improduttivi	Pag. 157
II. - I prestiti cosiddetti utili e non utili	» 158
III. - Il significato di prestiti di produzione e di prestiti di consumo fra privati	» 159
IV. - I limiti d'applicazione dei concetti di produttività e di improduttività ai prestiti di produzione e di consumo	» 160
V. - La ripartizione del totale dei prestiti fra privati in prestiti di produzione e di consumo	» 162
VI. - Il significato di prestiti di produzione e di prestiti di consumo da parte dello Stato e degli Enti pubblici minori	» 163
VII. - L'identità della condizione contrattuale del mutuatario nei prestiti di produzione e di consumo	» 164

VIII. - L'identità della condizione contrattuale del mutuante nei prestiti di produzione e di consumo .	Pag. 166
IX. - L'esistenza e le caratteristiche della curva della domanda normale nei prestiti di produzione .	» 168
X. - L'inesistenza di una curva della domanda normale nei prestiti di consumo	» 170
XI. - I caratteri speciali della domanda di prestiti da parte dello Stato	» 171
XII. - I mutui di produzione e la scala dei margini .	» 173
XIII. - L'inapplicabilità della scala dei margini ai mutui di consumo	» 174
XIV. - La curva dell'offerta normale nei mutui di produzione	» 175
XV. - L'inesistenza della curva dell'offerta normale nei mutui di consumo fra privati	» 177
XVI. - L'esistenza — in forma sussidiaria — della curva dell'offerta normale pei mutui della Banca centrale allo Stato	» 178

CAPITOLO X. — IL MERCATO DEI PRESTITI DI PRODUZIONE E QUELLO DEI PRESTITI DI CONSUMO.

I. - L'interdipendenza dei mercati per i prestiti di produzione e per quelli di consumo . .	Pag. 181
II. - Le domande dei prestiti di produzione e dei prestiti di consumo, e la loro influenza sul saggio dell'interesse nei mercati rispettivamente opposti	» 182
III. - La concorrenza fra i mercati pei prestiti di produzione e pei prestiti di consumo	» 184
IV. - La concorrenza delle Casse postali italiane di risparmio alle Casse di risparmio ordinarie ed agli altri Istituti nazionali di credito	» 185
V. - Il saggio dell'interesse sui buoni fruttiferi delle Casse postali italiane di risparmio, ed il Saggio dell'interesse sui depositi presso le altre Banche nazionali	» 187
VI. - L'impossibilità, in una economia individualistica, di un divario notevole e permanente del saggio dell'interesse pei mutui di produzione e per quelli di consumo	» 189

VII. - Il rapporto indiretto fra l'altezza dei margini e quella del saggio dell'interesse nei mutui di consumo	Pag. 190
--	----------

CAPITOLO XI. — LO STATO E IL DEBITO PUBBLICO.

I. - Lo Stato e la canalizzazione del risparmio nazionale	Pag. 191
II. - Lo Stato e le scadenze del debito pubblico	» 192
III. - Il debito pubblico consolidato	» 193
IV. - Gli interessi dei debiti come unico onere per lo Stato	» 194
V. - Le influenze politiche dei creditori dello Stato	» 196
VI. - La svalutazione come mezzo per alleggerire l'onere degli interessi del debito pubblico. - Gli esempi della Francia e della Germania	» 197
VII. - Le cifre del debito pubblico in alcuni dei principali paesi	» 199
VIII. - Le cifre del debito pubblico in Italia	» 200
IX. - Le proporzioni fra la massa dei debiti pubblici e quella dei debiti privati	» 202

38. SUPINO C. - Individualismo economico. 1902 (esaurito)
39. LORIA A. - Le basi economiche della costituzione sociale. 4^a edizione. 1913 (esaurito)
40. EINAUDI L. - Studi sugli effetti delle imposte. 1902 (esaurito)
41. BOGGIANO A. - L'organizzazione professionale e la rappresentanza di classe. 1903 (esaurito)
42. CONIGLIANI C. A. - Saggi di economia politica e di scienza delle finanze. 1903 L. 30,—
43. PROFUMO L. G. - Le Assicurazioni operaie nella legislazione sociale. 1903 » 30,—
44. SELLA E. - Studi sugli effetti della speculazione cerealicola. 1904 (esaurito)
45. LEVI MORENOS D. - Lavoro e proprietà del suolo acqueo. 1904 . L. 5,—
46. BOGGIANO A. - L'azione dello Stato nel conflitto fra interessi collettivi e individuali. 1904 » 12,—
47. JANNACCONE P. - I tributi speciali nella scienza della finanza e nel diritto finanziario italiano. 1905 » 10,—
48. GUARNIERI-VENTIMIGLIA A. - I conflitti sociali. 1905 » 20,—
49. LEVI A. - La funzione delle banche in relazione con l'industria ed il commercio. 1906 » 12,—
50. BOGGIANO A. - L'azione dello Stato nel conflitto fra interessi collettivi ed il commercio. 1906 (esaurito)
51. SELLA E. - La speculazione commerciale e la crisi di produzione. 1906 (esaurito)
52. FANNO M. - L'espansione commerciale e coloniale degli Stati moderni. 1906 (esaurito)
53. SELLA E. - Le trasformazioni economiche del capitale fondiario. 1907 (esaurito)
54. NARDI-GRECO C. - Sociologia giuridica. 1907 L. 30,—
55. FANNO M. - La moneta, le correnti monetarie ed il riordinamento della circolazione nei paesi a finanze disestate. 1908 » 16,—
56. BUNGE C. O. - Il Diritto. Saggio di una teoria dell'etica specialmente nella sua fase giuridica. 1909 » 30,—
57. SELLA E. - La vita della ricchezza. 1910 » 18,—
58. RICCI U. - Il capitale. Saggio di economia teoretica. 1910 » 20,—
59. SEGRE. - Dal disavanzo alla conversione. 1911 (esaurito)
60. FERRARIS L. - La Capitale ed il suo ordinamento. 1912 . . . L. 15,—
61. BERARDI. - La moneta nei suoi rapporti quantitativi. 1912 . . . (esaurito)
62. GINI C. - L'ammontare e la composizione della ricchezza delle Nazioni. 1914 (esaurito)
- 63-64. SELLA E. - La concorrenza. 2 vol. 1915-16 (esaurito)
65. CHIMIENTI F. - L'attribuzione del prodotto industriale ai suoi fattori. 1920 L. 18,—
66. LEI-SPANO G. M. - La questione sarda. 1922 » 36,—
67. PERTILE G. - La rivoluzione nelle leggi dell'emigrazione. 1932 . . » 50,—
68. GIUA S. - Scienza economica e assicurazioni sociali. 1927 . . . » 18,—
69. PISTOLESE G. M. - I tributi sui trasferimenti a titolo oneroso. 1929 . » 36,—

NUOVA SERIE

1. DEMARIA G. - Le teorie monetarie e il ritorno dell'oro. 1928 . L. 30,—
2. WOLLEMBORG L. - Scritti e discorsi di Economia e Finanza. 1935. » 40,—
3. TOCILI E. - Il salario corporativo, 1938 » 12,—
4. GRAZIADEI A. - Il Risparmio e l'Interesse nella Grande Industria Bancaria » 25,—
5. GRAZIADEI A. - Le crisi del capitalismo e le variazioni del profitto Bancaria, 1940 » 25,—
5. GRAZIADEI A. - Le crisi del capitalismo e le variazioni del profitto, 1940 . » 25,—
6. » - Il Risparmio, lo sconto bancario e il debito pubblico, 1941 . » 25,—

